Univ. of Ill. Library
51
2 925

Konversionen und Konjunktur

INAUGURAL-DISSERTATION

zur Erlangung des

staatswissenschaftlichen Doktorgrades

an der Rechts- u. Staatswissenschaftlichen Fakultät der Friedrich - Wilhelm - Universität zu Berlin

Von

Johann Gottfried Theiss
aus Frankfurt a. Main

J 67

Konversionen und Konjunktur

INAUGURAL-DISSERTATION

zur Erlangung des staatswissenschaftlichen Doktorgrades an der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Friedrich-Wilhelm-Universität zu Berlin

Von

Johann Gottfried Theiss

aus Frankfurt am Main

Tag der mündlichen Prüfung: 16. 12. 1938
Tag der Promotion: 20. März 1940

Buchdruckerei Josef Fürst, Murnau, Oberbayern

Hahn, Walter, Statistische Analyse der Konjunkturschwingungen, Jena 1929.
Hamilton, E. W., Conversion and Redemption, London 1889.
Handbuch der Finanzwissenschaft (herausgegeben von Gerloff und Meisel), Tübingen 1926/27/29.
Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Stuttgart 1927 (Band 3).
Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Jena 1923 (Band 5).
Heckel, Max von, Lehrbuch der Finanzwissenschaft, Leipzig 1911.
Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik.
Kaufmann, Wilhelm, das internationale Recht der ägyptischen Staatsschuld, Berlin 1891.
Keynes, John Maynard, Vom Gelde, Leipzig 1932.
Keynes, John Maynard, the general theory of employment, interest and money, London 1936.
Körner, Alois, die Konversion öffentlicher Schulden, Wien 1893.
Körner, Alois, Grundriß des österreichischen Staatsschuldenwesens, Wien 1899.
Lescure, Jean, des Crises générales et périodiques de surproduction, Paris 1932.
Lotz, Walter, Finanzwissenschaft, Tübingen 1931.
Lutz, Friedrich, das Grundproblem der Geldverfassung, Stuttgart 1936.
Mitchell, Wesley Clair, der Konjunkturzyklus, Leipzig 1927.
Mitchell, Ronald, State Finance, London 1935.
Morawitz, Charles, die Türkei im Spiegel ihrer Finanzen, Berlin 1903.
Nebenius, Friedrich, über die Natur und die Ursachen des öffentlichen Credits, Karlsruhe 1829.
Official Year Book of the Commonwealth of Australia, Canberra.
Official Year Book of the Union of South Africa, Captown.
Posse, Ernst, Umschichtung der Wirtschaft, Hamburg 1934.
Riksgäldskontoret, Arsbok Budgetaret 1932—1936, Stockholm.
Röpke, Wilhelm, Geld und Außenhandel, Jena 1925.
Rost, Bernhard, über das Wesen und die Ursachen unserer heutigen Wirtschaftskrisis, Jena 1905.
Sack, A. N., les effets des transformations des états sur leurs dettes publiques et autres obligations financières, Paris 1927.
Saenger, die englische Rentenschuld und die letzte Konversion derselben, Finanz-Archiv, Bd. 8 (1891), S. 1. ff
Salings Börsenjahrbuch, Berlin.
Salings Börsenpapiere, Berlin.
Schippel, Hochkonjunktur und Wirtschaftskrisis, Berlin 1908.
Schönbergs Handbuch der Politischen Ökonomie, Tübingen 1885.
Schwedische Wirtschaftliche Rundschau.
Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich.
Statistisk Arsbok för Sverige.
Stucken, Rudolf, Theorie der Konjunkturschwankungen, Jena 1926.

Vierteljahrhefte zur Konjunkturforschung, Berlin.
Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches, Berlin.
Wagemann, Ernst, Konjunkturlehre, Berlin 1928.
Wagemann, Ernst, Einführung in die Konjunkturlehre, Leipzig 1929.
Wagemann, Ernst, Struktur und Rhythmus der Weltwirtschaft, Hamburg 1932.
Wagemann, Ernst, Was ist Geld? Oldenburg 1932.
Wagemann, Ernst, Zwischenbilanz der Krisenpolitik, Berlin 1935.
Wagemann, Ernst, Wirtschaftspolitische Eindrücke aus Nord- und Südamerika, Berlin 1936.
Weltwirtschaftliches Archiv.
Weyermann, Moritz R., die Konjunktur und ihre Beziehungen zur Wirtschaftsstruktur, Jena 1929.
Wirth, Max, Handelskrisen, Frankfurt (Main) 1874.
Wirtschaft und Statistik.
Wochenberichte des Instituts für Konjunkturforschung.
Zahn, Friedrich, Finanzen der Großmächte, 1908.

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung

a) Begriff der Konversion 7
Arten der Konversion 9
Durchführung der Konversion 11
Rechtliche Zulässigkeit 11
Voraussetzungen und Bedingungen 12
Konversion als finanzpolitische Maßnahme 13
Konversion als Maßnahme der Konjunkturpolitik . . . 14
Konjunktur und Konversion 15

b) Das Aufkommen der Konversionen 15

B. Die Konversionen

I. Abschnitt. 1800—1910
Zusammenfassung 17

II. Abschnitt. 1919—1929/30
Zusammenfassung 18

III. Abschnitt. 1930—1937
Einleitung 19
1) im Deutschen Reich 20
2) in Großbritannien 30
3) in Frankreich 36
4) in den Niederlanden 44
5) in Belgien 50
6) in Italien 54
7) in Schweden 59
8) in den Vereinigten Staaten 64
9) in Argentinien 71
10) in Australien 77
Zusammenfassung 82

Lebenslauf 86

A. Einleitung

a) Die Konversion (Begriff, Arten, Durchführung, Zulässigkeit, Voraussetzungen usw.)

Die letzte Weltwirtschaftskrise hat, wie selten wohl eine Erscheinung im Wirtschaftsleben der neueren Zeit, Wirtschaftstheoretikern und -praktikern genügend Stoff und Gelegenheit gegeben, neue Grundsätze zur Bekämpfung von Krisen aufzustellen, alte Erfahrungssätze zu überprüfen und sie in der Durchführung zu erproben.

Unter den vielen Krisenbekämpfungsmitteln, die mit mehr oder weniger Erfolg in der Krisenzeit von einer Reihe von Staaten angewendet worden sind, ist auch die Zinssenkung zu nennen, und unter ihren Arten nimmt wohl die Zinssenkung der staatlichen Anleihen im Wege der Konversion den breitesten Raum ein.

Einleitend sei zunächst über den Begriff „Konversion" Klarheit geschaffen; denn eine nähere Erklärung erscheint umso notwendiger, als die Definition des Begriffs außerordentlich schwankt.

Der aus dem Lateinischen stammende und mit Umkehrung, Umwandlung zu übersetzende Ausdruck fand Eingang in den Wortschatz der Finanzpolitik. Die nachfolgende Übersicht veranschaulicht, welche verschiedenartigen Auslegungen dem Begriff „Konversion" gegeben worden sind.

Konversion i. eng. S.	Konversion i. allg. S.	Konversion i. weit. S.
—	K. ist die Herabsetzung des Zinsfußes oder die Zinsreduktion bereits begebener Anleihen und die damit verknüpfte Ermäßigung der Zinsenlast für öffentliche Schulden.	— [1]
—		—

[1] v. Heckel, Lehrbuch der Finanzwissenschaft, Bd. 2, S. 413.

Konversion i. eng. S.	Konversion i. allg. S.	Konversion i. weit. S.
= Herabsetzung des Zinsfußes.	K. bedeutet eine Änderung der ursprünglichen Bedingungen einer Anleihe, regelmäßig mit dem Ziel der Erleichterung der Lasten des Anleiheschuldners.	— [1]
= Herabsetzung des Zinsfußes bereits begebener im Verkehr befindlicher Anleihen.	= Konsolidationen und Konversionen im eing. Sinne.	— [2]
= Umwandlung einer Schuldform in eine andere, einer schwebenden Schuld in eine fundierte, einer rückzahlbaren in eine Rentenschuld, auch die Umwandlung von Inhaberpapieren in Namenspapiere.	= alle Arten von Umwandlungen und Änderungen in bezug auf die bestehenden Schuldtitel. Sie können sich sowohl auf die Höhe der Zinsen, wie auf die Tilgungsverpflichtungen, die Änderung der Währung usw. beziehen.	— [3]
—	a) = Umgestaltung der Staatsschuld, welche Umgestaltung jedoch sich darin von jeder anderen unterscheidet, daß hier in einer oder der anderen Art eine Erleichterung der Staatsschuldenlast beabsichtigt wird.	= K. der Staatsschuld, (Konsolidation), die Umgestaltung der schwebenden Schuld in eine feste, dauernde Schuld.
—	b) = auch die Unifikation der Staatsschuld, durch die Anleihen verschiedenen Charakters in formell	— [4]

[1] „Konvertierung" im Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Bd. 3, Sp. 842.
[2] „Konversionen" im Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Bd. 5, S. 879.
[3] Eheberg, Finanzwissenschaft, S. 617.
[4] Földes, Finanzwissenschaft, S. 634.

Konversion i. eng. S.	Konversion i. allg. S.	Konversion i. weit. S.
—	gleichartige Schulden umgewandelt werden, z. B. in Schulden mit gleichem Zinsfuß, gleicher Valuta, gleichem Tilgungsplan.	—

Ich selbst verstehe unter „Konversion" jede — stillschweigende oder ausdrückliche — Vereinbarung zwischen dem Gläubiger und dem Schuldner einer Anleiheschuld (festverzinslichen Schuld) betr. Abänderung der Anleihebedingungen. Von diesem Begriff gehen auch die folgenden Ausführungen aus.

Nun kann eine Konversion auf verschiedene Weise erfolgen. In dieser Hinsicht unterscheidet man:[1]

1) die „einfache" Konversion, bei der sich nur der Zinsfuß, nicht aber der Nominalbetrag oder die sonstigen Anleihebedingungen ändern. Diese Art ist heute die verbreiteste.

2) die in der Geschichte der Konversionen des 19. Jahrhunderts, vor allem in der französischen Finanzpolitik auftauchenden folgenden Abarten:

a) Zinsherabsetzung in Verbindung mit der Erhöhung des Nominalbetrages des Schuldkapitals. Diese Art besteht darin, den ursprünglichen Titel in einen neuen Titel umzutauschen, und zwar wird letzterer zu einem unter Pari stehenden Kurs abgegeben, der weit niedriger ist, als das Verhältnis des alten zum neuen Zinssatz ergibt. Die Differenz zwischen dem Nominalbetrag des alten Titels und dem berechneten Werte des neuen Titels — der auf den gleichen Betrag des alten Titels lautet — wird im allgemeinen durch die Aushändigung eines weiteren, auf den entsprechenden Differenzbetrag lautenden Titel ausgeglichen, sodaß hierdurch eine Erhöhung des Schuldkapitals eintritt, ohne daß der Gläubiger eine Nachzahlung leistet.

b) Zinsherabsetzung und Zuzahlung seitens des Gläubigers. Die auch Konversion „avec soulte" genannte Transaktion ist dadurch gekennzeichnet, daß der Staat an sich den Zinsfuß herabsetzt, dem Gläubiger aber den gleichen unveränderten Zinsbetrag auszahlt unter der Voraussetzung, daß letzterer eine Zuzahlung leistet, ohne daß der Nominalbetrag der Schuld erhöht wird. Daß der Schuldner auf eine Rückzahlung binnen bestimmter Frist verzichtet, ist begrifflich nicht notwendig.[2]

c) die Arrosierung. Das Wesentliche bei dieser Konversion ist die Erhöhung des Zinsfußes und die Zuzahlung seitens des Gläubigers ohne gleichzeitige Erhöhung des Schuldbetrages. Sie erfolgt in Zei-

[1] v. Heckel, Lehrbuch der Finanzwissenschaft, Bd. 2, S. 413.
[2] wie Lotz im Handwörterbuch der Staatswissenschaften a. a. O. anscheinend voraussetzt.

ten, in denen infolge des Steigens des Durchschnittszinssatzes die mit niedrigem Zinsfuß ausgestatteten Anleihen Kurseinbußen erleiden, und bei denen der Staat wie der Gläubiger ein Interesse daran haben, unter Aufrechterhaltung der Anleihe die Anleihebedingungen, wie den Zinsfuß, der Kapitalmarktlage anzupassen.

Da in diesem Falle die Erhöhung des Zinsfußes die Kurse der Anleihe herauftreibt, wird der Staat den Zinssatz heraufsetzen. Als Gegenleistung wird der Gläubiger zu einer Kapitalzuzahlung veranlaßt. Ein neueres Beispiel ist die italienische Konversion von 1935.

d) Endlich schließt „Konversion" auch die Maßnahme ein, die unter Aufrechterhaltung des Zinssatzes zu einer Herabsetzung des Schuldbetrages führt. Regelmäßig dürfte diese Umwandlung, bei der der Staat von einem Teil seiner Schuldverpflichtungen befreit wird, nur unter der Voraussetzung von dem Gläubiger angenommen werden, daß ihm für eine weitere bestimmte Zeit der Bezug eines über den Durchschnittszinssatz liegenden Zinsbetrages gewährt wird.

Von den letztgenannten (2 a—d) Arten der Konversion ist man in den letzten Jahrzehnten grundsätzlich vollkommen abgekommen. Mit Recht wird dies von v. Heckel auf die Änderung der rechtlichen und finanziellen Verhältnisse bei der Aufnahme von Anleihen, der Verdrängung der Tilgungsschuld durch die Rentenschuld zurückgeführt.[1] Selten geht heute eine Konversion über die reine Maßnahme einer Zinserhöhung oder -minderung hinaus. Da auch eine Zinserhöhung bei Staatsanleihen zu den Ausnahmefällen[2] gehört, so versteht der allgemeine Sprachgebrauch heute unter „Konversion" nur eine Zinsherabsetzung[3] und spricht dann folgerichtig bei einer Zinserhöhung von „heraufkonvertieren."

In die französische Terminologie[4] sind noch folgende Transaktionen als „conversion" eingegangen:

a) Die „conversion à la turque", wie sie von Leroy-Beaulieu genannt wird, die darin besteht, daß die Fälligkeit einer Schuld hinausgeschoben wird, oder in eine ewige Rente umgewandelt wird.

b) Die „conversion en rentes viagères ou annuités terminables", die die Umwandlung einer alten Schuld in eine „lebenslängliche" Rente oder in bestimmte Jahresleistungen zum Gegenstand hat.[5]

Natürlich haben sich im Laufe der Zeit bei der Durchführung von Konversionen auch verschiedene andere Abweichungen eingestellt, die aber samt und sonders auf die oben angegebenen Arten zurückgeführt werden können. So kennt die Konversionsgeschichte die Verbindung einer Konsolidierung der Staatsschuld mit einer Konver-

[1] a. a. O. S. 414, 418.
[2] z. B. Deutsches Reich 1927; Italien 1935.
[3] vgl. Vierteljahrshefte zur Statistik des D. R., 1934, IV, S. 145, wo das Bestehen einer Konversion nur im Falle der Herabsetzung des Zinsfußes angenommen wird.
[4] La Grande Encyclopédie „Conversion", S. 865.
[5] s. Anm. 4.

sion;[1] die aufgeschobene Konversion, bei der eine Übergangszeit zur Vermeidung von Härten eingeschaltet wird; die automatisch eintretende Konversion, die die Änderung der Anleihebedingungen, z. B. des Zinsfußes, zu einem in der Zukunft liegenden Zeitpunkt eintreten läßt.[2]

Der Begriff der Konversion als einer Umwandlung einer Anleihe in eine andere unter Änderung ihrer Bedingungen setzt in der Durchführung eine gewisse Beziehung der beiden Anleihen zueinander voraus. In der einfachsten Form der Konversion, der Abstempelung der alten Anleihestücke, oder im Umtausch der alten Anleihetitel in neue kommt diese Verbindung klar zum Ausdruck. Auch dort ist sie noch offensichtlich, wo zur Zeichnung einer Anleihe aufgerufen wird und Stücke der zu konvertierenden Anleihe hierfür in Zahlung genommen werden. In all diesen Fällen erhält der Inhaber der alten Anleihestücke im Umtausch neue Titel. Dies ist aber dann nicht der Fall, wenn mit dem Ertrag einer aufgelegten Anleihe eine fällig gewordene Anleiheschuld zurückgezahlt wird. In dem letztgenannten Fall ist von einer Umwandlung, einer Konversion der alten in eine neue Anleihe nicht mehr die Rede. Die alte Schuld wird zurückgezahlt, sie erlischt, lebt also nicht mehr in der neuen Anleihe fort, mit der die Schuld vielleicht nur den gleichen Betrag gemeinsam hat. Aus diesen Gründen ist die Bezeichnung „Konversion" für die Tilgung einer alten Schuld mit den Beträgen einer neu aufgenommenen Anleihe nicht zutreffend.[3] Leider ist dieser Unterschied in den Veröffentlichungen mancher Staatsbanken nicht streng durchgeführt, sodaß Rückzahlungen von Schulden oft als „Konversionen" bezeichnet werden, mit denen sie überhaupt nichts zu tun haben. Daß dieser Umstand daher zu falschen Schlüssen und zu Mißverständnissen führen kann, ist selbstverständlich.

Die Konversion muß auch rechtlich zulässig sein, sie darf also nicht dem Gesetz und den Anleihebedingungen widersprechen. Soweit das Recht auf vorzeitige Rückzahlung des Schuldbetrages nicht ausdrücklich ausgeschlossen ist, hat der Staat wie jeder Schuldner die Möglichkeit, seine Schuld zu jedem ihm genehmen, früheren Zeitpunkte als den der Fälligkeit zu tilgen. Wenn der Schuldner, anstatt von der Möglichkeit der Rückzahlung Gebrauch zu machen, sich mit dem Gläubiger dahin einigt, daß dieser dem Schuldner den Betrag zu anderen Bedingungen überläßt, so erfolgt diese Abmachung in einem Rahmen, der dem Gläubiger volle Handlungsfreiheit läßt. Wenn und nur wenn dies gewährleistet ist, kann man von einer

[1] Allgemein: Konversionen nach dem Weltkriege, die mehr Konsolidierung als Konversion im Sinne einer Zinsherabsetzung waren.

[2] England 1888.

[3] Diesem Fehler ist auch Földes (a. a. O. S. 634) verfallen. Richtigerweise begnügt er sich nicht nur mit der theoretischen Definition der „Konversion", sondern legt auch kurz die Durchführung dar. Wenn er aber — wie ich ihn verstehe — die Zurückzahlung der alten Schuld und die Aufnahme einer neuen Anleihe als „Konversion im weiteren Sinne" auffaßt, so stimme ich nicht mit ihm überein.

„Konversion" sprechen. Wird die „Konversion" formell ihres freiwilligen Charakters entkleidet, dann spricht man von einer „Zwangskonversion."

Was die Voraussetzungen und Bedingungen anlangt, unter denen eine Konversion stattfinden kann, so sind es im wesentlichen die gleichen wie die für die Auflegung einer Anleihe; im übrigen kann die Beantwortung dieser Frage nur unter Würdigung jedes einzelnen Falles erfolgen. Dementsprechend müßten im allgemeinen folgende Punkte in Anpassung an die jeweilige Sachlage in Erwägung gezogen werden:

1. bei inländischen Konversionen:
   a) Zeitpunkt der Ankündigung der Konversion.
   b) Zeitpunkt und Zeitraum der Durchführung der Konversion (Epoche fallenden Zinsfußes, Kurse der zu konvertierenden Anleihe über Pari, Flüssigkeit des Marktes, Berücksichtigung spekulativer Anleiheprojekte, kapitalmarktpolitischer, politischer und psychologischer Umstände etc.).
   c) Vorteile für die Gläubiger im Falle der Konversion: Prämien, Ausgleich von Härten, Steuerbefreiungen, Auslosung von Prämien, Tilgung der Schuld, Ausschluß der Rückzahlung, Tilgung oder Konversion für einen bestimmten Zeitraum.
   Nachteile für nichtkonvertierte Anleihestücke: Ausschluß vom Handel an der Börse, Verlust der Lombardfähigkeit, Rückzahlung des Schuldkapitals, Einstellung der Verzinsung, Aufhören der Steuerbefreiung, sonstige steuerliche Nachteile (Australien).
   d) Betrag: Je größer der Betrag ist, desto schwerer ist die Konversion zu handhaben.
   e) Fälligkeit der Konversionsanleihe.
   f) Annahme der Konversion: Stillschweigen genügt. Schriftliche Anmeldung der Anleihestücke, bei denen die Konversion ausgeschlossen sein soll.
   g) Verhältnis der zu konvertierenden Anleihe zu den übrigen Staatsanleihen. Die Konversionsbedingungen müssen so abgestimmt sein, daß durch die Konversion die zu konvertierende Anleihe gegenüber den anderen Anleihen keine Verschlechterung erfährt.

2. Bei ausländischen Konversionen treten die unter b) genannten Punkte besonders in den Vordergrund. Hier handelt es sich um die Frage, in welchem politischen Verhältnis der Gläubigerstaat zum Schuldnerstaat steht, ob es sich um die Konversion einer sog. politischen Anleihe handelt, wie die innerpolitischen und wirtschaftlichen Verhältnisse sind, ob eine Abwertung oder die Unterbindung freien Kapitalverkehrs droht.

Diese Aufzählung erhebt — wie nochmals betont sei — keinen Anspruch darauf, als erschöpfend zu gelten. Gerade die Tatsache, daß die Zinsermäßigung vornehmlich für Staatsanleihen seit der letzten Zeit der Krisen als ein Mittel der Konjunkturpolitik angewandt worden ist, gibt die Möglichkeit der Einbeziehung und Berücksichtigung weiterer Probleme bei der Durchführung von Konversionen.

Die Entwicklung der Konversion aus einem Mittel der staatlichen Finanzpolitik zu einem Mittel der Kreditpolitik und damit der Konjunkturpolitik mußte notwendigerweise auch zu einer Änderung der Voraussetzungen und Bedingungen für die Konversion führen. Im wesentlichen war bis zum Beginn der letzten Wirtschaftskrise die Konversion eine Transaktion, die, wenn die wirtschaftlichen und politischen Voraussetzungen dafür gegeben waren, durchgeführt wurde. Sie bezweckte die Herabsetzung des staatlichen Schuldendienstes entsprechend der Kapitalmarktlage. In den seltensten Fällen konnte dabei von einer — oft langjährigen — planmäßigen Vorbereitung des Kapitalmarktes für die Konversion, wie sie in der Weltwirtschaftskrise stattgefunden hat, die Rede sein.

Anders seit der letzten Krise. Hier trat zwar nicht die Erleichterung des Staatsschuldendienstes durch die Konversion in den Hintergrund, aber daneben gewann doch das Bestreben, durch die Konversion auch für die Zukunft regelnd auf dem Kapitalmarkt im Sinne einer Kreditpolitik einzugreifen, eine große Bedeutung. Auf dem Gedanken fußend, daß die Staatsanleihen am Kapitalmarkt durch die Höhe der untergebrachten Beträge entscheidend die Bedingungen für langfristige Anlagen zu beeinflussen geeignet sind, suchte man durch eine Beispielwirkung, z. B. in der Herabsetzung des Zinsfußes[1] durch Konversion allgemein den Zinssatz am Kapitalmarkt zu senken.[2] Bald ging man dazu über, planmäßig Anleihen konversionsreif zu machen, um dann durch den Schrittmacher „Konversion" den Zins am Kapitalmarkt zu senken. Dieser neuen Eigenheit entsprechend kam nun zu der Frage, unter welchen Voraussetzungen und Bedingungen die Konversion stattfinden könne, die weitere hinzu, unter welchem Gesichtspunkt und durch welche Maßnahmen die Konversion als Mittel der Kreditpolitik für die Zukunft regelnd am Kapitalmarkt eingreifen könne. Die Auswahl an solchen Maßnahmen ist mit Rücksicht auf den Grundsatz der Konjunkturpolitik, daß jede Maßnahme dem Einzelfall angepaßt sein muß, so groß, dass eine Aufzählung in diesem Rahmen nicht erfolgen kann.

Nur die Frage, inwieweit eine Zinssenkung als ein Mittel der Kri-

[1] Die Beispielwirkung kann sich naturgemäß auch z. B. auf die Dauer (Lauffrist) einer Anleihe beziehen.

[2] Im allgemeinen war in diesen Fällen der Zinssatz am Geldmarkt bereits gefallen, ohne daß sich die Senkung auch auf dem Kapitalmarkt ausgewirkt hätte. Die Warenpreise waren im Durchschnitt auf den Vorkriegsstand gesunken, die Diskontraten der Notenbanken, die den kurzfristigen Kredit regulieren, waren bereits der Konjunkturphase entsprechend ungewöhnlich niedrig. Aber der Zinssatz für langfristige Schulden, Staatsanleihen, Pfandbriefe, Hypotheken und Obligationen blieb unverändert hoch.

senbekämpfung und damit als eine Maßnahme der Konjunkturpolitik gelten kann, soll hier kurz gestreift werden. Daß der Zins in seiner Höhe wie in seiner Bewegung die Wirtschaft beeinflußt, ist eine Erkenntnis der klassischen Volkswirtschaftslehre,[1] die im wesentlichen noch heute gilt. Als es in den Nachkriegsjahren galt, das Mißverhältnis zwischen Preis und Zins zu bereinigen, das viel zur Verschärfung der großen Krise beigetragen hatte, nach Ansicht mancher Volkswirtschaftler sogar deren wesentlichste Ursache gewesen ist, griff man neben dem Mittel der Währungsentwertung zur zwangsweisen Zinssenkung und Übernahme eines Teils des Zinsendienstes auf staatliche Rechnung. Andererseits gestaltet das Fallen des Zinsfußes in der Krise die Kosten für den Unternehmer günstiger und gibt auf diese Weise einen Anreiz zu Investitionen. Wagemann hat deshalb mit Recht in einer Übersicht[2] über die privatwirtschaftlichen Methoden der Krisenbekämpfung die staatlichen Zinssenkungsaktionen als Beispiel für künstliche Steigerung der Genesungs-Selbstheilungskräfte der Wirtschaft genannt. Und Keynes[3] fordert, daß das Geld billig bleibe, weil nur unter dieser Voraussetzung bei abnehmender Ertragserwartung die privaten Investitionen sich fortsetzten und zur vollen Beschäftigung der Wirtschaft führten. Ob aber der Zins eine Hauptrolle in der Gestaltung der Konjunktur spielt, hängt im wesentlichen von dem Einzelfall ab, dem Verhältnis der einzelnen Kostenfaktoren zueinander, der Organisationsform der Wirtschaft, der Intensitätsstufe,[4] der Eigenart der Krise und der Konjunktur. Sehr aufschlußreich in dieser Richtung ist die bereits genannte Untersuchung Wagemanns, die sich im besonderen mit der Zinshöhe und ihrer Wirkung auf die deutsche Wirtschaft befaßt und den Nachweis erbringt, daß „Zinshöhe und Zinsbewegung im Aufbau und in der Dynamik der Wirtschaft gegenwärtig in Deutschland eine verhältnismäßig geringe Rolle spielen."[5] Dieses Ergebnis, „der Zins spielt mehr eine sekundäre Rolle in der Konjunkturgestaltung", wiederholt Wagemann noch an anderer Stelle.[6]

Wird demnach ein Zusammenhang zwischen Zins und Wirtschaftsentwicklung bejaht, so liegt eine gegenseitige Einflußnahme bezw. Abhängigkeit zwischen Konversion und Konjunktur durchaus im Bereich des Möglichen.

Gerade die in den letzten Jahren erfolgte Umwandlung vieler hochverzinslicher Anleihen in solche mit niedrigerem Zinsfuß bezw. die Auflegung niedrig verzinster Anleihen zur Ablösung hochverzinster Staatsanleihen und andererseits das Vorhandensein konversions-

[1] vgl. E. Wagemann: Zinshöhe und Kapitalverteilung in Deutschland seit 1924 in: Kapital und Kapitalismus, S. 356 ff. — Keynes, Vom Gelde, S. 126, II; S. 151 f.
[2] Zwischenbilanz der Krisenpolitik, S. 12/13.
[3] in: The general theory of employment, interest and money, S. 236.
[4] Wagemann, Zwischenbilanz der Krisenpolitik, S. 77; Struktur und Rhythmus der Weltwirtschaft, S. 14.
[5] Zinshöhe und Kapitalverteilung in Deutschland, S. 357.
[6] Wagemann, Konjunkturlehre, Konjunkturstufen des Kredits, S. 152 ff.

armer Zeiträume in der Finanzgeschichte läßt die Vermutung aufkommen, eine mehr oder minder unmittelbare Verbindung der Konversionen zu dem wirtschaftlichen Auf und Ab, den Wellen der Konjunkturbewegung zu suchen.

In der Tat rechtfertigt sich diese Annahme umso mehr, als das Zusammentreffen vieler Konversionen auf einen beschränkten Zeitraum nicht erst eine Erscheinung der letzten Jahre oder Jahrzehnte ist, sondern die Ablösung einer konversionsarmen Zeit durch einen konversionsreichen Zeitabschnitt bereits mit dem allgemeinen Aufkommen der Konversionen überhaupt auftritt. Die seit 1800 vorgekommenen Konvertierungen in den hauptsächlichsten Staaten der Welt zeigen deutlich fallende und steigende Konversionsziffern bezw. konversionsarme und konversionsreiche Zeiträume.

Bei nur oberflächlicher Betrachtung ergibt sich, daß die wirtschaftlichen Bedingungen, unter denen die Konversionen im Laufe eines Jahrhunderts erfolgten — wenn man den Wechsel der Konjunktur als Ausdruck der Änderung der allgemeinen wirtschaftlichen Bedingungen ansieht — nicht unverändert geblieben sind, daß vielmehr eine gewisse (Phasen-)Verschiebung in dem Verhältnis von Konversionshöhepunkt zu Konjunkturzyklus eingetreten ist.

Man kann bereits bezüglich des Verhältnisses der beiden Faktoren — Konjunktur und Konversion — zueinander drei Epochen feststellen. Unterstellt man, daß „Konjunktur" und „Konversion" für den gesamten Zeitraum, der zur Untersuchung steht, unveränderlich geblieben sind, so kann nur an den wirtschaftlichen Voraussetzungen oder Bedingungen für eine Konversion eine Änderung eingetreten sein, da dies der einzige Wert ist, der die Verschiebung hat hervorrufen können.

Es wird somit darauf ankommen, in den folgenden Ausführungen bei jeder Epoche, bei jeder Konversion die wirtschaftlichen Bedingungen hervorzuheben, um dann unter Gegenüberstellung des Untersuchungsergebnisses für die anderen Zeiträume die Änderung des einen oder des anderen Faktors zu bestimmen.

b) Das Aufkommen der Konversionen

Obwohl der vorliegenden Untersuchung im wesentlichen die Konversionen seit 1800 zugrunde liegen, ist die unter „Konversion" verstandene Maßnahme schon bedeutend früher bekannt gewesen und auch zur Ausführung gekommen.

Entsprechend[1] der Entwicklung des Finanzwesens in den einzelnen Ländern kennt man Konversionen bereits zu einer Zeit, in der man von Staatsanleihen im allgemeinen noch nicht sprechen konnte,

[1] vergl. hierzu Földes, a. a. O, S. 635.

weil der Staatskredit grundsätzlich Personalkredit der Staatsoberhäupter war, und dementsprechend eine persönliche Verschuldung, keine staatliche Verschuldung eintrat. Mit der Abwandlung der Staatstheorie einerseits, der Zusammenfassung größerer Gebiete zu einem Staate andererseits, wie es frühzeitig z. B. in Frankreich der Fall war, trat der Staatsgedanke auch in dem Finanzwesen in den Vordergrund. Nicht mehr der Fürst, sondern der Staat nahm die Anleihe auf.

So wurde, nachdem schon im 16. Jahrhundert im Kirchenstaat geplant gewesen war, die mit einer Zinssenkung nicht einverstandenen Anleihegläubiger auszuzahlen, 1680 der Zinsfuß der Mons Julius genannten Anleihe von 8 auf 7% herabgesetzt. Unter Papst Alexander VII.[1] erfolgte ebenfalls eine Zinsermäßigung der 10%igen Rente. In der Mitte des 17. Jahrhunderts (1655) fanden auch in den Niederlanden Zinsherabsetzungen statt. Erwähnenswert ist endlich noch das Konversionsangebot Österreichs an seine Anleihegläubiger 1765, das die Zinsermäßigung auf 6% oder eine Rückzahlung der Schuld vorsah.

Für die Untersuchung geeignet sind aber diese Konversionen aus dem Grunde nicht, weil sie wegen ihres einzelnen Auftretens nicht ein Spiegelbild der wirtschaftlichen Verhältnisse sein können, die zudem für uns in ihren Einzelheiten noch ziemlich ungeklärt sind. Von einem Aufkommen der Konversion als einer allgemeinen Finanzmaßnahme kann in England erst seit dem Anfang des 18. Jahrhunderts, in Frankreich seit dem Anfang des 19. Jahrhunderts gesprochen werden, während sie in Preußen schon Ende des 18. Jahrhunderts auftritt. Dementsprechend beginnen auch die folgenden Einzeluntersuchungen über Preußen,[2] England, Frankreich mit diesen Zeitpunkten, denen sich eine solche über die Vereinigten Staaten von Nordamerika anschließt.

[1] 1667.
[2] Eingeschlossen sind auch die übrigen deutschen Staaten, sowie das Deutsche Reich.

B. Die Konversionen

I. Abschnitt. 1800—1910

Zusammenfassung

Die Folgerungen, die aus der Untersuchung der Konversionen des 19. Jahrhunderts zu ziehen sind, sind mannigfacher Art:

a) Zunächst ergibt sich schon rein zahlenmäßig, daß auch die lange Welle der Konjunktur ihre entsprechende Paralle in dem Auf und Ab der Konversionen hat. Folgt man bezüglich der langen Konjunkturwelle der nachstehenden Abgrenzung[1], so ergeben sich für diese Zeitabschnitte die folgenden Konversionsziffern:[2]

1815 — 1845	Stagnation	11 (15)	Konversionen
1845 — 1873	Expansion	5 (11)	Konversionen
1873 — 1895	Stagnation	9 (32)	Konversionen
1895 — 1920	Expansion a)	1 (14)	Konversionen

a) Die Konversionen nach dem Weltkriege sind nicht berücksichtigt.

Bei dem Zeitraum von 1895 bis 1920 ist bei der geringen Zahl der Konversionen naturgemäß auch der Einfluß des Weltkrieges besonders zu beachten. Aber die Gegenüberstellung der beiden Stagnationsabschnitte und der Expansionsperiode von 1845 ab zeigt deutlich den Unterschied auf.

b) In der Zusammenfassung der Konversionen Preußens, Großbritanniens und Frankreichs fällt die Übereinstimmung der Konversionszeiten nach 1850 auf. Erst von diesem Zeitpunkt ab kann man von einer engeren weltwirtschaftlichen Verflechtung sprechen, die auch darin zum Ausdruck kommt, daß die genannten Staaten 1847, 1857, 1866 von derselben Krise in Mitleidenschaft gezogen wurden. So konvertierten

England	Frankreich	Preußen
1853	1852	1851/52; 1853
—	1862	1861/62
1884	1883	1885
1888	1887	—
—	1894	1896

[1] Wagemann, Struktur und Rhythmus, S. 363.

[2] Diese Konversionsziffer begreift nur die Konversionen Preußens, Großbritanniens, Frankreichs. Die Ziffer in Klammern gibt die in diesem Zeitraum erfolgten und mir bekannt gewordenen Konversionen an.

c) Die Konversionen im 19. Jahrhundert und im Anfang des 20. erfolgten grundsätzlich nur dann, wenn die allgemeine Zinslage in ihrer Entwicklung eine Senkung der Anleihezinsen ratsam erscheinen ließ, bezw. erforderlich machte. Sie waren das Ergebnis einer Kapitalmarktentwicklung, die von allen Bindungen befreit im wesentlichen den wirtschaftlichen Verhältnissen folgte.

II. Abschnitt. 1919—1929/30

Zusammenfassung

Überblickt man den Zeitraum der Konversionen von 1919 bis 1929/30, so muß man zunächst die Feststellung treffen, daß eine Zinssenkung nur der Vorteil großer Gläubigermächte gewesen ist, die Schuldnerländer aber weiterhin dem Druck überhöhter Zinsen ausgesetzt waren.

Einen sehr bedeutenden Umfang haben die Konversionen in dieser Zeit nicht angenommen. Dafür waren verschiedene Gründe maßgebend. Die kurze Spanne sinkenden Zinses, die bereits von 1925 ab einem Steigen des Zinssatzes Platz machte, hinderte die volle Ausnutzung der Zinssenkung, die im übrigen nur die durch den Krieg überhöhten Zinssätze ausglich und keinesfalls das übliche Maß überschritt. Der Kreditbedarf der Schuldnerländer verhinderte andererseits, daß freiwerdende Kapitalien zur weiteren Verflüssigung der Kapitalmärkte beitrugen und den Zinssatz dadurch senkten. So betrug die Durchschnittsrendite der neuen Auslandsanleihen in New York 1920 7,7%, 1926 6,5% und 1928 6,1%, während die guter inländischer Emissionen 1920 bei 5,9%, 1926 bei 4,6% und 1928 bei 4,5% lag. Endlich bewirkten auch die Wirtschafts- und Währungsschwierigkeiten mit ihren Folgen der Diskonterhöhungen, Kapitalflucht usw. eine Erschütterung des internationalen Kreditmarktes. Unter diesen Umständen mußte den Konversionen, die — wie bereits betont — grundsätzlich nur eine Konsolidierung der Staatsschuld bezweckten, eine weitergehende und umfassendere Wirkung versagt bleiben. Doch darf ihre Bedeutung für die nach der Weltwirtschaftskrise eingeleiteten Konversionen nicht unterschätzt werden, da sie in vielen Staaten, wie Großbritannien, den Vereinigten Staaten von Nordamerika erst durch die vorangegangenen Konsolidierungen die geeignete Grundlage für weitere Konversionen zur Senkung des Zinsfußes geschaffen hatten.

III. Abschnitt. 1929—1937

Einleitung

Mit der Weltwirtschaftskrise brach auch für die Kreditorganisation der Welt wie jedes einzelnen Staates eine neue Entwicklung an, deren Folgen im wesentlichen folgende waren:

a) Die Unterbindung des Kapitalexports;
b) Eine nationale Kreditpolitik.

zu a) Das Aufhören jeglicher Kapitalverflechtung hat seine Ursache in dem Zusammenbruch des internationalen Kreditgebäudes, der die Folge einer verfehlten Nachkriegskreditpolitik war. Die Grundlage einer Kapitalausfuhr, wie sie sich im 19. Jahrhundert herausgebildet hatte, und die darin bestand, daß Kapitaleinfuhr und Anleiheschuldendienst durch Güteraustausch (Warenausfuhr und -einfuhr) erfolgte, war nach 1919 nicht beachtet worden. Im Gegenteil war die Unterbindung des Warenverkehrs durch Zollerhöhungen und Einfuhrbeschränkungen aufgekommen, die sich hauptsächlich gegen die Schuldnerländer richtete. So lasteten die politischen und unproduktiven Kriegs- und Reparationsschulden doppelt schwer auf den Schuldnern, die in ihrer Kapitalnot neben langfristigem auch kurzfristigen Kredit aufnahmen. Dies führte zu dem ungesunden Verhältnis der realen Güter zu der Höhe der Verschuldung. Bei Ausbruch der Krise froren die meist kurzfristigen Kredite ein, was naturgemäß auch die Gläubiger in Mitleidenschaft zog und zur Liquidierung der Kapitalverflechtung führte. So sanken die kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten der europäischen Staaten sowie der Vereinigten Staaten von Nordamerika von 70 Mrden. s. Frs. (1930) auf 30 Mrden. (1934).

zu b) Die schlechten Erfahrungen, die sowohl Kreditgläubiger wie Kreditschuldner gemacht hatten, ließen die Kreditentflechtung weiter fortschreiten. Die Befürchtungen, die Wiederaufnahme der Kapitalausfuhr könnte die Verflüssigung des eigenen Geld- und Kapitalmarktes, die inzwischen aufgekommene Zinssenkungspolitik und damit auch die binnenwirtschaftliche Entwicklung stören, trug das übrige dazu bei. Die Schuldnerländer andererseits hatten eingesehen, daß eine Auslandsverschuldung auch Nachteile, wie Abhängigkeit, Risiken mit Geschäften in fremden Währungen, usw. mit sich bringt und strebten die Liquidierung auch ihrer langfristigen Auslandsverpflichtungen an.[1]

So führte die Entwicklung, gefördert durch unsichere Währungsverhältnisse, zu einer gegenseitigen Abschließung der Länder von internationalen Kreditbeziehungen und damit zwangsläufig zu einer

[1] Eine der Folgen war die Rückwanderuug der Auslandsanleihen, die noch durch die niedrigen Kurse besonders begünstigt wurde.

nationalen Kreditpolitik, die naturgemäß mehr Selbstbestimmungsmomente als vordem enthielt. Sie erleichterte vor allem die Durchführung der Bestrebungen, den inländischen Zinssatz durch staatliche Maßnahmen zu senken und damit auch von dieser Seite aus die Konjunktur zu fördern. Eine solche Maßnahme war die Konversion der Anleihen. Wann und in welchem Rahmen sie jeweils Anwendung fand, wird Gegenstand der folgenden Ausführungen sein.

Deutsches Reich[1]

Durch die Zwangskonversion auf Grund der Vierten Notverordnung vom 8. Dezember 1931 war eine Zinssenkung für alle mit mehr als 6% verzinslichen, inländischen Rentenpapiere erfolgt. Als Folge des durch die Ereignisse im Jahre 1931 eingetretenen Kapitalmangels brachte diese Maßnahme, verbunden mit einem Kapitalmoratorium und der Schließung der Börsen das Ende eines freien Kapitalmarktes. Eine Zinssenkung allein konnte deshalb die notwendige Abhilfe nicht schaffen und dies umso weniger, als die kurzfristigen Kredite in einem ungünstigen Verhältnis zum Eigenkapital und zur langfristigen Verschuldung standen. Eine Aufrichtung der Wirtschaft mußte auch die Schaffung eines leistungsfähigen Kapitalmarktes ins Auge fassen, umsomehr als der Staat zunächst der Träger des Konjunkturaufstieges war und ihm die Möglichkeit auf Unterbringung von langfristigen Staatsanleihen gegeben werden mußte.

Aus diesen Gründen erfolgten die Konversionen im Deutschen Reiche unter besonderen Umständen, die kurz dargestellt sein sollen.

In Ablehnung der Ansicht, daß der Staat durch Erteilung von Aufträgen für öffentliche Arbeiten gegen die Grundsätze der kapitalistischen Wirtschaft verstoße,[2] leitete der Staat hauptsächlich seit 1933 in Vorwegnahme der Spar- und Steuerkraft des Volkes durch öffentliche Arbeitsbeschaffung eine Belebung der Wirtschaft ein.[3] Mittelbar erfolgte diese im wesentlichen durch Kreditgewährung an Unternehmungen unter günstigen Bedingungen, Zuschüssen für den Wohnungsbau und -umbau, Steuererleichterungen für Investitionen, unmittelbar durch die Begebung oder Inangriffnahme öffentlicher Arbeiten.

Die Entwicklung des Wirtschaftsaufstieges zeigen folgende Zahlen:[4]

---

[1] Wagemann, Zwischenbilanz der Krisenpolitik, 1935. Aperçu de la Situation monétaire (Monnaies et Banques 1935/36) S. 42 ff. Berliner Börsen-Zeitung, 1936, Nr. 137, S. 14; Nr. 573, S. 13; Nr. 578, S. 10; Frankfurter Ztg. (Wochenblatt) 1. 11. 1936, Nr. 44.

[2] Die Ansicht ist schon deshalb irrig, weil die öffentliche Hand rund ein Viertel des deutschen Volksvermögens besitzt.

[3] Das Verhältnis der privaten zu den öffentlichen Investitionen ist folgendes:

1930	1931	1932	1933	1934	in Prozent
64,2	61,5	63,5	64,9	70	öffentliche Investitionen
35,8	38,5	36,5	35,1	30,0	private Investitionen

[4] aus „The Economist", Trade Supplement: 28. 8. 1937.

	1932	1933	1934	1935	1936	1.1.37 a)	1.4.37 a)
Industrieproduktion 1929 = 100	53,3	60,7	79,8	94	106,3	105,5	116,8
Verbrauchsgüterprod. 1929 = 100	76,3	82,6	92,4	88,2	98,7	98	103,1
Investitionsgüterprod. 1929 = 100	34,4	43,6	72,6	99,4	113,2	105,8	125,5
Arbeitslosenziffer in Tausend	5,575	4,804	2,718	2,151	1,593	1,853	961
Preise: Großhandel	70,3	68,0	71,7	74,2	75,9	76,7	77,1
Lebenshaltung 1929 = 100	78,3	76,6	78,6	79,9	80,8	80,8	81,2

a) Zahlen geben Monatsdurchschnitt an.

Nahm der Staat somit starken Einfluß auf die Produktion, so nahm er ihn auch auf die Kapitaldispositionen.

Die Mittel für diese Maßnahmen brachte der Staat hauptsächlich durch Begebung von Arbeitsbeschaffungswechseln auf, für die die Reichsbank eine Rediskontzusage gegeben hatte. Seit Anfang 1934 ging die Reichsbank dazu über, selbst die Wechsel zu übernehmen; Mitte 1935 aber wurde zur Aufnahme dieser Wechsel die Golddiskontbank eingeschaltet, wobei die Finanzierung der Arbeitsbeschaffung ganz auf den Geldmarkt überging.

Die aus der Arbeitsbeschaffungsfinanzierung der Wirtschaft zufließenden Mittel führten zu einer Geldflüssigkeit bei sinkendem Zinsfuß, zur Erhöhung der Liquidität der Banken und Sparkassen, und zwar entweder infolge der Abdeckung der hingegebenen Kredite oder durch die Erhöhung der Depositen und Spareinlagen.[1] So stiegen die Spareinlagen: (in Tausend)

Ende 1933	Ende 1934	Ende 1935	Ende 1936
12 089 500	12 814 000	13 785 000	14 590 000 ℛℳ

und die Depositen von 8 deutschen Banken:[2] in Mrden ℛℳ

1933	1934	1935	1936	April 1937
	(monatlicher Durchschnitt)			
7,308	6,998	6,887	7,631	7,520

Hierdurch wurde es ihnen ermöglicht, nicht nur neue Kredite zu geben, sondern auch Arbeitsbeschaffungswechsel, Reichsschatzan-

[1] Für die erhöhten Einzahlungen spielt naturgemäß auch die Erhöhung des Volkseinkommens eine Rolle:

in Mrden. RM.	1932	1933	1934	1935	1936 (geschätzt)
insgesamt:	47,9	48,3	52,5	56,3	60

(nach Berliner Börsen-Zeitung 1936, Nr. 573 S. 13).

[2] nach „The Economist", Trade Supplement: 28. 8. 1937,

weisungen und Reichsanleihen aufzunehmen,[1] weshalb auch die Bilanzen der Banken eine fortschreitende Erhöhung der Bestände an staatlichen Emissionen zeigen, während die privaten Wirtschaftskredite eine Abnahme erfuhren.[2]

Trotz des erhöhten Kreditbedarfs war die Kreditausdehnung nur unerheblich. Diese Tatsache hatte zwei Ursachen; einmal bedurfte es weniger neuen Kredits, da eine Enthortung von Bar- und Buchgeldbeträgen einsetzte und die sich neu bildenden Geldkapitalien sofort entweder durch die staatlichen Emissionen oder bei den Sparkassen und Banken wieder Anlage fanden. Sodann bestand eine erhöhte Geldumlaufsgeschwindigkeit, wie sich aus den Angaben über den Giroverkehr bei der Reichsbank ergibt, und die eine Erhöhung des Geldumlaufes teilweise verhinderte.

	in Millionen ℳ				
	1932	1933	1934	1935	1936
Geldumlauf	5 714	5 630	5 728	6 259	6 711
Giroverkehr bei der Reichsbank	21 769	21 641	25 442	29 519	31 921

Nachdem schon im Jahre 1931 zum Schutze der deutschen Währung und des deutschen Kreditapparates Maßnahmen wie die Devisenzwangswirtschaft, Unterschreitung der gesetzlichen Notendekkung, Verbot von Kapitalmarktemissionen ergriffen worden waren, begann im Jahre 1933 eine zielvolle Kreditpolitik, die die Kapitalmarktauflockerung und -verflüssigung bezweckte. Am 27. Oktober 1933 wurde die Reichsbank durch Änderung ihrer Statuten von 1924 ermächtigt, Wertpapiere in größerem Umfange zu beleihen, am offenen Markt festverzinsliche Wertpapiere zu kaufen und sie als deckungsfähige Wertpapiere zu verwenden. Hierdurch wurde nicht nur der Kapitalmarkt gestützt, sondern auch die Liquidität der Banken auf eine neue, breitere Grundlage gestellt. Denselben Zweck, den Kapitalmarkt in geordnete Bahnen zu lenken, verfolgten die Neuregelung des Börsenwesens, die u. a. den Börsenhandel für Wertpapiere auf wenige große Börsen beschränkt,[3] die Einsetzung eines Ausschusses zur Überwachung des Kapitalmarktes, der über die Ausgabe von Anleihen und die Börsenzulassung von Wertpapieren entscheidet, und das Anleihestockgesetz,[4] das die Anlage von

[1] Bis Mitte 1936 hatten von einer Gesamtemission von 2,5 Mrden. RM. Reichsanleihen die Sparkassen rund eine Mrde. RM. und die Versicherungsgesellschaften rund 400 Mill. RM. übernommen. — Die Banken hatten folg. Wechselbestand:

1932	1933	1934	1935	1936	(in Mill. RM.)
7434	7679	10063	11715	13669	

Die privaten und öffentlichen Lebensversicherungen hatten von ihrem ges. Kapitalanlagebestand: Ende 1933: 19%, 1934 23%, 1935 27%, August 1936 30% in Wertpapieren angelegt.

[2] Übersicht über Darlehen u. Vorschüsse der Berliner Großbanken: (in Mill. RM.) Ende Oktober 1932: 4614 1933: 4133 1934: 3894 1935: 3531 (aus Aperçu de la Situation Monétaire, S. 43).

[3] Erlaß des R.-Wirtschafts-M. vom 28. 11. 1934.

[4] vom 27. 2. 1935 (RGBl. I, S. 316).

Gewinnen des Aktienmarktes in gewissen Grenzen in Rentenpapieren vorsieht.

Der zielvollen Leitung der Banken zur Erfüllung der wichtigen Aufgabe der Kreditbeschaffung dient das Reichsgesetz über das Kreditwesen,[1] das alle Arten von Kreditinstituten der Führung eines Aufsichtsamts unterstellt. Die Leitung des Kreditapparates sicherten ferner die Verordnung über die Börsen-, Hypothekenbank- und Schiffsbankaufsicht vom 28. 9. 1934,[2] sowie das Gesetz über die Staatsbanken.[3] Die Bedeutung des letztgenannten Gesetzes liegt darin, daß die zehn Staatsbanken, die mit einer Bilanzsumme von 2,5 Mrden. ℛℳ einen besonders wichtigen Faktor in der Durchführung öffentlicher Kredit- und Finanzierungsaufgaben darstellen, nunmehr dem Reichswirtschaftsminister unmittelbar unterstehen.

Die eigentliche Großmaßnahme auf dem Kreditmarkt selbst leitete die Gemeindeumschuldung[4] ein. Die Schuld der Gemeinden, fällige oder kurzfristig fällig werdende und zu hohem Zinssatz aufgenommen, war — nicht zuletzt auch wegen der finanziellen Lage der Kommunen — ein Faktor der Beunruhigung für den öffentlichen Kredit und den Kapitalmarkt gewesen. Schon 1931 hatte man vergeblich versucht, dieses Hindernis für eine gedeihliche Entwicklung des Anleihewesens aus dem Wege zu räumen. Auch hier war das Problem mit der Gesundung der Gemeindehaushalte verbunden, die vor allem durch Krisenausgaben wie die Arbeitslosenfürsorge Fehlbeträge aufwiesen. Das Gesetz ermächtigte alle deutschen Gemeinden, die ihre kurzfristigen Schulden nicht zahlen konnten, nach Zustimmung der obersten Landesbehörde einem sog. Umschuldungsverband als Mitglied beizutreten. Durch den Beitritt erlangten sie die Möglichkeit und das Recht, ihre kurzfristigen Schulden in langfristige (mindestens 20 Jahre laufende, tilgbare) Schuldverschreibungen, die mit einem Zinssatz von 4% ausgestattet und von dem Umschulungsverband ausgegeben wurden, im Einverständnis mit dem Gläubiger umzuwandeln. Erklärte sich der Gläubiger nicht damit einverstanden — Stillschweigen galt als Einverständnis —, so durfte er innerhalb der nächsten fünf Jahre nicht seine Ansprüche geltend machen. Die Zinsen erhielt er ebensowenig ausgezahlt; um sie erhöhte sich vielmehr das Kapital.

Bis zum 31. 3. 1935 wurden rund 2,8 Mrden. ℛℳ auf Grund dieses Gesetzes umgeschuldet; damit fiel der Anteil der kurzfristigen Schuld an den Inlandsschulden von 23,44% auf 4,03% am 30. 9. 1934; für 340 Mill. ℛℳ wurde das Umschuldungsangebot seitens der Gläubiger abgelehnt.

---

[1] vom 5. 12. 1934 (RGBl. I, S. 1203).
[2] RGBl. I S. 863.
[3] RGBl. I. S. 1247.
[4] Gesetz über die Umwandlung kurzfristiger Inlandsschulden der Gemeinden vom 21. 9. 1933 (RGBl. I S. 647).

Um auch weitere ungeregelte Verbindlichkeiten, die nicht dur
das Grundgesetz über die Gemeindeumschuldung betroffen ware
in demselben Sinne zu konsolidieren, wurde das dritte Gesetz z
Änderung des Gemeindeumschuldungsgesetzes erlassen.[1] Es erwe
tert den Begriff „kurzfristige Forderung" auf Forderungen, „die b
zum 1. Oktober 1936 fällig werden, die fällig geworden wären od
bis zum 1. Oktober 1936 fällig wurden." (§ 5). Damit sollten au
mittelfristige Verbindlichkeiten einer Umschuldung unterzogen we
den, die andernfalls durch Inanspruchnahme des Kapitalmarkts se
tens der Gemeinden hätten gedeckt werden müssen. Das sollte ab
im Interesse der Gesundung des Kapitalmarkts verhindert werde
was auch im § 13 des Gem.-Umsch.-Ges. zum Ausdruck kommt.

Durch das Gesetz wurde ferner die Möglichkeit der Umschuldu
der Zahlungsrückstände der Gemeinden aus mittel- und langfristig
Anleihen eingeräumt, die auf 100 Mill. ℛℳ geschätzt werden.

Endlich bestimmt Art. II, daß den Gläubigern, die bisher d
Konversionsangebot ablehnten, noch ein zweites Umschuldungsa
gebot gemacht werden kann, nach dessen Ablehnung in jedem Fa
der Zinssatz für die auf fünf Jahre gestundete Forderung auf 4,5
herabgesetzt wird. Diese Vorschrift ist insofern von minderer B
deutung, als schon nach Ablehnung des ersten Umschuldungsang
bots auf andere Weise eine Umschuldung stattgefunden hat.

Das Ergebnis der Umschuldung der Gemeinden bis zum 1. Okt
ber 1936, dem Zeitpunkt des Abschlusses der Umwandlung d
kurzfristigen Schuld in eine langfristige Sammelanleihe war d
Umwandlung von rund 3,2 Mrden. ℛℳ Verbindlichkeiten, dav
2564 Mill. ℛℳ preußischer Gemeinden und Gemeindeverbände. Hie
zu kam eine Ersparnis im Zinsendienst, die sich für die kommunal
Körperschaften Preußens auf rund 40—50 Mill. ℛℳ belief.[2]

Die Bereinigung des Kapitalmarkts von Überresten aus der I
flationsperiode begann mit der Umwandlung der Schutzgebietsanle
hen 1933 in unverzinsliche Schatzanweisungen mit 6jähriger Lau
zeit. Ihr diente auch die mit Erfolg durchgeführte Begebung d
4%igen Reichsanleihe von 1934 in Höhe von 330 Mill. ℛℳ, mit d
die für den Kredit des Reichs nicht tragbare, zum 30. Juni 1934 g
kündigte steuerfreie 6%ige (früher 7%) Reichsanleihe von 1929 a
gelöst und die sog. Neubesitzanleihe umgewandelt wurde.

Auch vom kurz- und mittelfristigen Kreditmarkt aus suchte ma
unter allmählicher Änderung der Bedingungen einen langfristig
Kapitalmarkt aufzubauen. Im wesentlichen bedeutete das, die Flü
sigkeit des Geldmarkts auf den Kapitalmarkt zu übertragen, nac
dem das Vertrauen zur Staatsführung bereits vorher zurückgekeh
war. Die in den ersten Monaten des Jahres 1933 ausgegeben

[1] vom 29. 3. 1935 (RGBl. I S. 456).
[2] Berliner Börsen Ztg. 1936, Nr. 578 S. 10, Nr. 137 S. 14.

Reichsschatzanweisungen hatten bei einem Diskontsatz von 4,75% nur einige Monate Laufzeit. Die allmähliche Erhöhung der Laufzeit erreichte bereits am 15. November 1933 die Frist eines Jahres, und der Diskont ging bald auf $4^5/_8$% zurück, ohne daß dadurch die Emissionen litten. Ende Dezember 1933 wurden 4,5%ige verzinsliche Reichsschatzanweisungen mit bereits $2^1/_2$jähriger Laufzeit bei einem Kurs von 98,75 ausgegeben. Daneben erfolgte ein Zinsabbau, der die Zinssätze für einjährige Reichsschatzanweisungen bis auf $3^1/_8$% senkte. Der Emissionskurs für die 4,5%igen verzinslichen Reichsschatzanweisungen war für den letzten Abschnitt 1937 bereits 100,50.

Noch ein anderer Umstand trug zur Festigung des Rentenmarktes bei, und zwar die Entwicklung am Aktienmarkt. Die Rendite der Aktien, die auch von Bedeutung für die Rendite der Renten ist, ist niedriger als die der Renten, sodaß eine Gefahr, daß ein Teil der Rentenbesitzer zum Aktienmarkt übergeht, nicht besteht. Dies ist umso wichtiger, als gerade am Aktienmarkt durch die Emissionssperre, die Kapitalzusammenlegungen und den Ausschluß von Papieren vom Börsenhandel die Anlagemöglichkeiten beschränkt wurden, während andererseits auf dem Rentenmarkt durch die Auflegung der Reichsanleihen ein Angebot an Anleihen entstand.

Entwicklung der Aktien- und Bondsrendite:

Jahr	Aktienrendite %	Bondsrendite %
1929 (Ende)	6,58	7,54
1930 „	8,90	7,25
1931 (Sept.)	12,37	8,52
1932 (Juni)	6,70	9,93
1933 (Ende)	4,16	6,70
1934 „	3,86	6,40
1935 (Juni)	3,68	4,72

Die planmäßig geförderte Gesundung der Kapitalmarktverhältnisse hatte eine günstige Kursentwicklung zur Folge, die eine große Reihe von Pfandbriefen zum Beginn des Jahres 1935 an die Parigrenze brachte. Vor allem hatte die Ausgabe von 4,5%igen Pfandbriefen, die einen Stand von wenigen Punkten unter der Parigrenze erreicht hatten, gezeigt, daß die 6%igen Werte kraft des ihnen durch ihre Masse innewohnenden Schwergewichts die niedriger verzinslichen Papiere niederhielten, auch mit Rücksicht auf die bereits erwartete Zinssenkung nicht mehr stiegen. So zog das Gesetz über die Durchführung einer Zinsermäßigung bei Kreditanstalten vom 24. 1. 1935[1] nur die Folgerung aus der Entwicklung des Kapitalmarkts,

[1] RGBl. I S. 45.

wenn es den Inhabern der Pfandbriefe und Kommunalobligationen,[1] soweit deren Zins 6% oder mehr betrug, die Herabsetzung auf 4,5% anbot, und zwar unter Gewährung einer einmaligen, bar zu zahlenden Entschädigung von 2 v. H. des Nennbetrages der Schuldverschreibung. Auch treffen wir die bei Konversionen üblich gewordene praesumptio iuris, daß im Falle des Stillschweigens der Renteninhaber das von den Kreditanstalten erlassene Angebot als angenommen gilt. Das Angebot konnte wirksam nur durch schriftliche Erklärung des Inhabers unter Hinterlegung der Schuldverschreibung binnen 10 Tagen abgelehnt werden.

Was den Umfang dieser Konversion anlangt, so betraf das Gesetz rund 8,4 Mrden. ℛℳ Schuldverschreibungen, von denen nur 0,23% das Angebot ablehnten.

Die eigentliche Bedeutung des Gesetzes beruht darauf, daß gemäß § 7, „die aus der Annahme des Angebots sich ergebende Zinsersparnis bei der einzelnen Kreditanstalt zur Zinsentlastung innerhalb des Bestandes der einzelnen Kreditanstalt an Hypotheken und Grundschulden sowie Forderungen gegen öffentlich-rechtliche Körperschaften zu verwenden ist." Die Konversion kam also dem Schuldner der Kreditanstalt zugute, und zwar vom 1. Oktober 1935 ab im allgemeinen durch Senkung des Zinses bis 1,5%, sodaß zugleich auch die dringend notwendige Entlastung der Hypothekenschuldner eintrat.

Die Wirkung dieser Maßnahme wurde noch dadurch verstärkt, daß auch außerhalb dieses Gesetzes Sparkassen, Lebensversicherungsgesellschaften und Sozialversicherungsträger zu einer Senkung des Hypothekenzinses auf 4—5% schritten.

Bezüglich der von Privatgläubigern gegebenen Hypotheken war ebenfalls eine Maßregel erforderlich, die auch den großen Block der Direkthypotheken der allgemeinen Zinslage anpaßte. Denn zur Aufrechterhaltung der hohen Zinsen lag kein Grund mehr vor, im Gegenteil hätte die Entwicklung des Kapitalmarktes darunter gelitten, da damit eine Benachteiligung der Kapitalsammelstellen, die nur niedrigere Zinssätze bewilligen konnten, eingetreten wäre.

So wurde „das Gesetz über Hypothekenzinsen"[2] erlassen, das auch für die privaten Direkthypotheken auf der Grundlage der Freiwilligkeit die Zinssenkung einleitete, die Festsetzung der Zinshöhe aber grundsätzlich der vertraglichen Vereinbarung zwischen Gläubiger und Schuldner überläßt, die nur in Streitfällen durch den angerufenen Richter nach den im Gesetz gegebenen Richtsätzen festgesetzt wird.

---

[1] Eine Ausnahme bilden Aufwertungsschuldverschreibungen und im Auslande begebene Schuldverschreibungen.

[2] vom 2. 7. 1936 (RGBl. I S. 533).

Am 27. 2. 1935 folgte das Gesetz über Zinsermäßigung bei den öffentlichen Anleihen,[1] das auch bei diesen Wertpapieren zur Vereinheitlichung des Zinssatzes von 4,5% auf dem Kapitalmarkt eine Konversion vornahm. Eine Senkung des Zinsfußes auch bei den öffentlichen Anleihen war schon deshalb zu erwarten, weil sonst der Markt für Schuldverschreibungen der Kreditanstalten durch den Zinsunterschied zu den öffentlichen Anleihen eine Zerrüttung erfahren hätte. Außerdem lag diese Maßnahme im Zuge der Durchführung des Wirtschaftsaufbaus.

Das Gesetz schließt sich auch in seinem Inhalte eng an das zur Zinsermäßigung bei den Kreditanstalten erlassene Gesetz an. Den Gläubigern von mit 6% und höher verzinslichen Schuldverschreibungen und Schatzanweisungen[2] der Länder, Gemeindeverbände, Gemeinden und Zweckverbände wurde durch das Gesetz selbst mit verbindlicher Wirkung für die Schuldner die Herabsetzung des Zinssatzes auf 4,5% jährlich mit Wirkung vom 1. April 1935 ab angeboten und zwar gegen Gewährung einer einmaligen, bar zu zahlenden Entschädigung von 2 v. H. des Nennbetrags der Schuldverschreibung. Auch hier mußte die Ablehnung innerhalb einer Frist von 10 Tagen schriftlich unter Hinterlegung der Schuldverschreibung gegenüber dem jeweiligen Schuldner erfolgen. Stillschweigen galt als Annahme des Angebots.

Eine Vorschrift ermächtigt den Reichsminister der Finanzen, ähnliche Anleihen nachträglich in die Konversion einzubeziehen. Sie soll verhindern, daß noch unkonvertierte Anleihen mit ihrem Zinsfuß die einheitliche Zinssenkungsaktion am Kapitalmarkt stören.

Der Betrag, der zur Konversion kam, betrug rund 2 Mrden. ℛℳ, und zwar waren es 980 Mill. ℛℳ Kriegs- u. Polenschäden — Reichsschuldbuchforderungen, 400 Mill. Länderanleihen, 80 Mill. Provinzialanleihen, rund 600 Mill. Gemeindeanleihen und rund 20 Mill. Anleihen der Kreis- und Zweckverbände. Mit einer verschwindend geringen Ausnahme wurde der Konversion von allen Besitzern zugestimmt.

Bei der Inangriffnahme der Zinssenkungsmaßnahmen war absichtlich der Entwicklung auf dem Kapitalmarkte die Konversion der Industrieobligationen überlassen worden. Abgesehen von dem verhältnismäßig geringen umlaufenden Gesamtbetrag von 1444 Mill. ℛℳ hatte sich die wirtschaftliche Lage der Industrieobligationsschuldner im allgemeinen bis Anfang 1935 wesentlich gebessert, sodaß sie einer staatlichen Hilfe, wie die öffentlichen und Hypothekenschuldner, nicht bedurften. Die Besserung war nicht zum geringsten Teil auch in der verschiedenartigen Kurssteigerung der Obli-

[1] RGBl. I S. 286.
[2] Ausnahmen: § 2 des Gesetzes.

gationen zum Ausdruck gekommen und war in gewisser Weise auch eine Folge der hohen Aktienkurse. Einer gesetzlichen Konversionseinleitung der Industrieobligationen stand die Schwierigkeit entgegen, daß eine allgemeine Regelung für alle Obligationen wegen der verschieden gelagerten Verhältnisse (wie Anleihebedingungen, verschiedene Kurse, wirtschaftliche Lage des Betriebes, usw.) kaum möglich war, sodaß die Zinssenkung bei den Obligationen durch individuelle Konversionsangebote durchgeführt werden mußte.

Eingeleitet[1] wurde die Konversionsepoche mit der Konvertierung der 7,5%igen Anleihe des „Kommunales Elektrizitätswerk Mark A.G." in Hagen, eines öffentlich rechtlichen Unternehmens. Die anfangs noch hohen Konversionskosten und ungünstigen Tilgungsbedingungen, die den Vorteil einer Zinssenkung großenteils aufgewogen hätten, ließen zunächst nur die Konversion fälliger Anleihen zu. Mit dem Fortschreiten der Anleihekonversionen besserten sich aber auch die Bedingungen, wie sich aus der folgenden Tabelle ergibt:

	Zins		Um-	Neu-	Vergü-		Laufzeit		Be-
	neu	alt	tausch	zeichn.	tung		neu	alt	trag
									Mill. ℳ
Kom. Elek. Wk. Mark	5	7,5	97,5	—	2,5	—	1945	1945	6,1
R. W. E.	4,5	5	94	—	7,5	—	1955	1936	[2]
Ruhrverband	4,5	6	97,5	97,5	2,5	—	1942	1936	12,0
Elektro-Werke	4,5	6	98	98,25	2	—	1941	1936	10,0
Mitteld. Stahlw.	5	6	98,5	99	3,5	2	1961	1951	22,4
Hamb. Elek. W.	5	6	98,75	99	1,25	—	1956	1952	20,5
Krupp A. G.	4,5	6	95,5	96	6,5	2	1957	1956	53,8
Mont Cenis	5	6	98,5	99	3,5	2	1962	1947	8,8
Klöckner-W.	5	6	98,5	99	1,5	—	1961	1950	28,0
Stahlverein	5	6	98,5	99	3,5	2	1962	1951	112,0
Gewksch. Achenbach	5	6	98,5	99	3,5	2	1961	1947	10,0
Viag	4,5	6	97	97	?	?	1952	—	10,0

Der hohe Anteil der Neuzeichnungen bei den Krupp- und Viag-Konversionen (50 bezw. 90%) ist die Folge der Herabsetzung des Zinsfußes auf 4,5%, der, obwohl der Standardzinsfuß für Reichsanleihen, sich für Industrieobligationen nur schwer einbürgerte. Dieser Tatsache trugen die industriellen Neuemissionen Rechnung, indem sie den Zinssatz auf 5% festlegten.

[1] Von der Herbst 1934 stattgefundenen Konversion der Ufa-Obligationen von 7,5 auf 6% sehe ich ab. Daß die Konversionsreife des Marktes damals noch nicht vorhanden war, ergibt die Tatsache, daß trotz der Zahlung eines Aufgeldes von 5% und einer Umwandlungsprämie von 4% ein Drittel des Kapitals zurückgezahlt werden mußte.

[2] Es wurde keine neue Anleihe begeben sondern Stücke der RM.-Anleihe, Serie IV, angeboten.

Industrielle Neuemissionen

	Zins	Betrag	Zeichn. Kurs	Laufzeit
Maxhütte	5	20,0 Mill.	95—95,75	1950
A. E. G.	5	25,0 „	98	1951
Ewald-Kg. Lwg.	5	30,0 „	98	1961
Harpener	5	15,0 „	98,5	1946
Röchling	5	15,0 „	98,5	1948
Niederschl. Bergbau	5	5,0 „	98	1961
Hapag	5	14,5 „	98	1955

Der ausnahmslose Erfolg der Konversionen wie der neuen Obligationsanleihen beweist, daß trotz der planmäßig seit 1935 aufgelegten mittel- und langfristigen Reichs- und Reichsbahnanleihen der Kapitalmarkt seine Aufnahmefähigkeit gemäß dem Mischungsprinzip auch für andere Arten von Anlagen nicht eingebüßt hat, und daß die Herabsetzung des Zinsfußes entsprechend dem Wegfall des Risiko durchaus der Kapitalmarktentwicklung entsprach. Daß aber auch die übrigen Anleihebedingungen eine ständige Verbesserung zugunsten der Schuldner erfahren haben, geht aus der Verlängerung der Laufzeit und dem Begebungskurs hervor, wie es die nachstehende Aufstellung zeigt. (Siehe unten).

Der Zweck der Konversionen ist demnach im Deutschen Reich voll erreicht worden. Denn es ist gelungen, gleichzeitig mit dem Aufbau eines leistungsfähigen Kapitalmarktes den Zinsfuß für langfristige Anleihen zu senken und kurzfristige Verbindlichkeiten in langfristige Anleihen umzuwandeln. Damit wurde nicht nur die jährliche Zinslast trotz der gestiegenen Schuldsumme herabgesetzt, sondern auch die Grundlage für die Gewährung billigen langfristigen Kredits an die Privatwirtschaft gelegt, die — zwar zögernd — im Begriff ist, die Staatskonjunktur durch eine auf privater Initiative beruhende Wirtschaftsbelebung abzulösen bezw. zu unterstützen.

Aufstellung
über die seit 1934 erfolgten Staatsanleihen

Art der Anleihe		Kurs	Laufzeit (Jahre)	Betrag in Mill.	Rendite
4%	Reichsemission	1934	95	10	330,00	5,1
4,5%	Reichsanleihe	1935/I	98,25	28	846,80	4,65
4,5%	„	1935/II	98,5	28	1078,60	4,65
4,5%	Schatzanweisung des Reiches	1935	98,75	10	500,00	4,68
4,5%	„	1936/I	?	10	92,20	4,69
4,5%	„	1936/II	98,75	12	700,00	4,67

Art der Anleihe		Kurs	Laufzeit (Jahre)	Betrag in Mill.	Rendite
4,5% Schatzanweisung des Reiches	1936/III	98,75	8	600,00	4,67
4,5% Reichsbahn-Schatzanw.	1936	98,50	8	500,00	4,73
4,5% Hamb. Staatsanleihe		97,75	?	6,00	?
4,5% Preuß. Staatsanleihe		97,50	20	200,00	4,84
4,5% Schatzanweisung des Reiches	1937/I	98,75	12	700,00	4,67
4,5% „	1937/II	98,75	15	600,00	?

Großbritannien[1]

Im Gegensatz zu der Mehrheit der übrigen europäischen Länder hatte Großbritanniens Wirtschaft in den Nachkriegsjahren keinen entscheidenden Aufschwung genommen. War zwar auf manchen Gebieten eine Besserung unverkennbar, so wies doch im allgemeinen die Wirtschaftslage Englands eine Änderung zum Besseren nicht auf. Der Grund ist neben den protektionistischen Maßnahmen, wodurch sich die anderen Wirtschaftsgebiete abschlossen, hauptsächlich in der Tatsache zu suchen, daß sich in der Kriegszeit von der englischen Wirtschaft früher abhängige Länder verselbständigt hatten und damit die Ausfuhr Großbritanniens dorthin unterbanden.

Die Aufwertung des englischen Pfundes von 88 v. H. auf Pari im Jahre 1925 hatte zudem auch in dieser Hinsicht die Konkurrenzfähigkeit Großbritanniens auf dem Weltmarkt herabgesetzt. Denn die erwartete Hausse der Weltmarktpreise, die die „Aufwertung" ausgeglichen hätte, trat nicht ein, vielmehr gingen die Preise weiter zurück, ohne daß zunächst auf anderen Gebieten Großbritannien die Kostenfaktoren hätte wirksam herabsetzen können.

Auf dem Kapitalmarkt war vor allem die passive Zahlungsbilanz spürbar, die zu dauernder Kapitalausfuhr zwang. Da dieser Kapitalverlust nur durch Kapitaleinfuhr gedeckt werden konnte, letztere aber hohe Zinssätze voraussetzte, so war eine Politik des billigen Geldes nur dann möglich, wenn die Zinssätze auch im Auslande sanken. Ein solcher Einfluß ging in den Jahren 1927 und 1928 von Amerika aus.

Als Ende 1929 die Weltwirtschaftskrise hereinbrach, wurde England, von allen Reserven entblößt, um wirksam der Krise entgegen treten zu können, besonders stark in Mitleidenschaft gezogen. Dies ist im wesentlichen auf zwei Gründe zurückzuführen: Die von der

[1] Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches, 43. Jg. 1934, Heft III, S. 177 ff. Alfred Landsburgh, Krisenbekämpfung in „Die Bank", Jg. 28, Heft 2, S. 45 ff., E. Wagemann, Zwischenbilanz der Krisenpolitik, 1935, S. 24, 29, 46, 52, 68, 92. Aperçu de la Situation monétaire (Monnaies et Banques 1935/36) S. 10 ff.

Krise betroffenen Rohstoff- und Agrarländer waren infolge ihres eigenen Absatzrückganges nicht mehr in der Lage, ausländische Waren einzuführen. Da Englands Handel außerordentlich stark auf die Ausfuhr nach den genannten Ländern angewiesen ist, wurde durch den Ausfuhrrückgang Englands Wirtschaft betroffen. Zusammen mit der Verringerung der Gewinnspanne ging die Rentabilität der Betriebe zurück, was wiederum das Sinken der Aktienkurse zur Folge hatte. Dagegen gingen Ende 1929 die Obligationskurse in die Höhe als Folge einer Verflüssigung des Geldmarktes, die von New York ausging.

Die entscheidende Wendung zur Besserung trat mit der Entwertung des Pfundes im September 1931 ein. Die Ursache für die Entwertung liegt in der Stellung Englands als Kapitalvermittler zwischen den Ländern. In dieser Eigenschaft hatte England die Beträge kurzfristig weiter an das Ausland gegeben, das bei dem Zusammenbruch das Geld nicht zurückzahlen konnte, die englischen Banken dadurch außer stande waren, ihren Verpflichtungen gegenüber den Auslandsgläubigern, die ihrerseits auf Zahlung drängten, nachzukommen. In dieser Zeit verlor England viel Gold. Trotz der Erhöhung des Diskonts und der Aufnahme von Krediten bei der amerikanischen und der französischen Notenbank war es Großbritannien nicht möglich, den weiteren Abzügen des Auslandes Einhalt zu gebieten. Da andererseits die Mittel fehlten, weiteren Anforderungen des Auslandes zu genügen, hat Großbritannien am 21. September 1931 die Goldeinlösungspflicht der Bank von England aufgehoben. Der Pfundkurs sank daraufhin um rund 20%. Der Diskont stieg von 4,5% auf 6%.

Durch die Abwertung selbst wurden in gewisser Hinsicht bereits die Auslandsabzüge verhindert, da sich durch die Umwechslung des englischen Pfundes in andere Goldvaluten der Abwertungsverlust realisierte. Neben diesem psychologischen Moment dürfte wohl auch das Bestreben, durch Verminderung der Abzüge das Pfund zu stärken, ausschlaggebend gewesen sein. Die Beruhigung auf dem Geld- und Kapitalmarkt machte umso schnellere Fortschritte, als inländische Abzüge kaum getätigt worden waren.

Die Entwertung des Pfundes bedeutete für England eine Stärkung auf dem Weltmarkt, da gegenüber den Goldvaluten die englischen Preise gesunken waren, die auch durch die Tatsache, daß Großbritannien seine Rohstoffe hauptsächlich aus Ländern mit ebenfalls entwerteter Valuta bezog, keine Erhöhung erfuhren. Andererseits wurde der Einfuhr aus dem Auslande mit Goldwährung Einhalt geboten, da sich die Entwertung des Pfundes in einer starken Erhöhung der Preise für ausländische Waren geltend machte.

Eine im Anfang 1932 beginnende Lähmung der Auftriebskräfte wußte England durch eine großzügige Geld- und Kapitalmarktpolitik zu überwinden. Der Diskontsatz wurde bis auf 2,5% herabgesetzt, und zwar als erste Maßnahme, um den Staatsanleihedienst auf ein

für die Staatsfinanzen erträgliches Maß herabzusetzen und damit die seit 1919 betriebenen Konversionsvorbereitungen zu Ende zu führen.

Diskontratensenkung:

ab 18. 2. 1932	5%
ab 10. 3. 1932	4%
ab 17. 4. 1932	3,5%
ab 21. 4. 1932	3%
ab 12. 5. 1932	2,5%
ab 30. 6. 1932	2%

Die langfristige, innere Schuld Englands, nach Zinssätzen gegliedert

Zinssatz	31. 3. 1932 (in Mill. £)	in %	31. 3. 1933 (in Mill. £)	in %
3,5 % Konversionsanl.	— —	—	1919,8	38,65
2,5 %	311,00	6,41	316,00	6,36
2,75%	2,40	0,05	2,40	0,05
3 %	— —	—	301,9	6,08
3,5 %	750,30	15,46	742,2	14,94
4 %	983,4	20,27	974,2	19,61
4,5 %	385,8	7,95	375,5	7,56
5 %	2 408,0	49,62	323,3	6,51

Mit Hilfe der Offenmarktpolitik, die in England infolge der dort herrschenden Kreditgepflogenheiten wesentlich wirksamer gestaltet werden kann, schritt die Bank von England zur Kreditausweitung; sie kaufte am offenen Markte Wertpapiere und erhöhte hierdurch den Notenumlauf und mittelbar auch die Einlagen der Banken, da Bargeldbeträge nur wenig in England zurückgehalten werden. Die Banken selbst trugen zu der Kreditausweitung bei, indem sie Wechsel und Wertpapiere ankauften. Ihre Einlagen stiegen durch den Umstand, daß die Wertpapierverkäufer nicht Barauszahlung verlangten, sondern Gutschrift auf Depositenkonto, die die Banken wiederum zu Anlage von Wertpapieren verwendeten. Auf diese Weise und dadurch, daß die Banken ca. 10% der Einlagen als Liquiditätsreserve in bar oder als Guthaben bei der Bank zu halten pflegten, nahm die Kreditausweitung etwa das Neunfache des Betrages der Kassenmittel an. Eine weitere Erleichterung erfuhr der Geld- und Kapitalmarkt durch das Zurückfließen von Geldmitteln aus den Ländern, die auf dem englischen Markte Anlage suchten.

Infolgedessen sank der Zinsfuß am Geld- und Kapitalmarkt, andererseits stiegen die Kurse der Wertpapiere und der Staatsanleihen und führten so zu einer Konversionsreife. Die durchgreifende Auflockerung zeigte deutlich die Entwicklung am Aktienmarkt, der

ebenfalls von der Kapitalflüssigkeit beeinflußt, steigende Kurse aufwies. Schon im Oktober 1931 war die Konversionsermächtigung seitens des Parlaments erfolgt. Mit der Durchführung zögerte aber die Regierung, um die Verflüssigung am Anleihemarkt weitere Fortschritte machen zu lassen. Eine gewisse Abtastung des Marktes erfolgte vorher durch die Konversion der 4,5%igen Treasury Bonds (fällig am 15. 4. 1932) in 4,5%ige Conversion Loan oder 4%ige Consol. Loan und die Ausgabe von 3% Treasury Bonds.

Übersicht über die Geld- und Kapitalmarktlage

Zeit	Zinssatz für tägl. Geld	kurzfr. Staatsschuld	Privatdisk.	Renditen Staatsanleihe	Kommun. anleihe	Industrieanleihen
1932						
Jan.	4,207	4,82	5,52	—	—	—
Febr.	3,850	4,08	4,63	—	—	—
März	2,405	2,24	2,59	4,18	4,71	5,59
April	1,894	2,07	2,10	4,12	4,58	5,55
Mai	1,290	1,11	1,44	4,05	4,54	5,32
Juni	0,986	0,85	1,05	3,70	4,44	5,17
Juli	0,697	0,66	0,89	3,65	4,33	4,85
Aug.	0,736	0,61	0,74	3,58	4,26	4,72
Sept.	0,673	0,56	0,67	3,61	4,24	4,75
Okt.	0,707	0,74	0,82	3,55	4,24	4,69
Nov.	0,721	0,82	0,88	3,47	4,17	4,44
Dez.	0,805	1,04	1,08	3,58	4,23	4,53
1933						
Jan.	0,721	0,76	0,87	3,55	4,23	4,52
April	0,609	0,47	0,60	3,47	4,22	4,44
Juli	0,620	0,39	0,48	3,58	4,21	4,50
Okt.	0,750	0,72	0,79	3,51	4,24	4,37

(aus Vierteljahrheft zur Statistik des Deutschen Reiches 1934, Heft 3, S. 178).

Am 30. Juni 1932 erfolgte dann plötzlich die Aufforderung zur Konversion der 5%igen War Loan 1929—47 mit einem am 31. 3. 1932 ausstehenden Betrag von 2085 Mill. £. Neue Titel wurden nicht ausgegeben, es wurde nur die Anmeldung, deren Rückzahlung verlangt wurde, bis zum 30. 9. 1932 verlangt. Die Anleihebesitzer, die sich mit der Konversion innerhalb von vier Wochen ausdrücklich bereit erklärten, sollten einen Bonus von 1 £ je 100 £ Anleihebetrag

erhalten. In einem Aufruf bezeichnete die Regierung die Zustimmungserklärung zur Konversion als eine nationale Pflicht. Den ausländischen Inhabern wurde bei Annahme der Konversion weiterhin Steuerfreiheit für die Anleihe gewährt. Im übrigen wurde Schweigen als Zustimmung zur Konversion aufgefaßt. Die Bedingungen, unter denen die frühere 5% War Loan aufrecht erhalten blieb, waren folgende:

a) Herabsetzung des Zinssatzes von 5 auf 3,5%.

b) Rückzahlungstermin ist unbestimmt; Tilgungsmöglichkeit zu Pari frühestens nach 20 Jahren (ab 1. 12. 1952).

c) Einkommensteuerfreiheit fällt grundsätzlich weg.

d) Ebensowenig ist die Zahlung der Erbschaftssteuer mit Titeln dieser Anleihe möglich.

Die Ersparnis betrug jährlich netto 23 Mill. £. Die Konversion selbst hatte folgendes Ergebnis:

Konvertiert: 1920,8 Mill. £ = 92,1%
zurückgezahlt: 163,8 Mill. £ = 7,9%

Wesentlich zu dem Konversionserfolg, der sich in der Kursentwicklung der Konversionsanleihe zeigte, hat das sog. Kapitalembargo beigetragen, das sofort nach dem 30. Juni 1932 eingeführt wurde und die Aufnahme neuen langfristigen Kapitals verbot. Dieses Verbot, das allein auf eine Meinungsäußerung des Schatzkanzlers zurückgeht, schloß aber die Konversion bereits begebener Anleihen nicht aus, sodaß das anhaltende Sinken des Zinssatzes auf dem Kapitalmarkt, wirksam eingeleitet durch die Konversion von 1932, auch den übrigen Schuldnern des Londoner Anleihemarktes zu gute kam.

Und hier liegt m. E. auch ein für die Wirtschaftspolitik Englands sehr wichtiger Vorteil. Nicht nur hat die Konversion eine Zinssenkung hervorgerufen, damit die Wirtschaft entlastet und sie mit billigem Geld versorgt. Sie hat neben der Entlastung der Staatsfinanzen durch die Senkung der Anleihezinsen und der Stärkung des Vertrauens in die Staatsfinanzen und den Staatskredit auch noch dazu beigetragen, der Wirtschaft des Auslandes selbst durch Verbilligung des Kredits unter die Arme zu greifen, und ihre Kaufkraft zu stärken. Dieses der amerikanischen Finanzpolitik gerade entgegengesetzte Verhalten hat auch den Vorzug gehabt, daß die Schuldner nicht den Kapitalmarkt zwecks Aufnahme neuer Anleihen wechselten, sondern auf ihm ihre Anleihen konvertierten, dort weitere Aufnahmen tätigten und dadurch die wirtschaftlichen Beziehungen aufrecht erhielten und vertieften.

Daß die Zinssenkung auch auf dem Markte der Anleihen von öffentlichen Körperschaften und dem von Industrieobligationen zu

Konversionen geführt hat, ergeben die Aufstellungen im „The Economist“,[1] sodaß man seit der großen Anleihekonversion von einer fortschreitenden erfolgreichen Kapitalmarktauflockerung mit anhaltender Zinssenkung sprechen kann.

Die Wirkung der Konversion auf den Anleihemarkt wurde in der Folge durch weitere Konversionen von Staatsanleihen vertieft. Abgesehen von den nachfolgend genannten „Konversionen“[2]

1932		Kurs	Betrag (000)	zu konvertieren: Betrag	Anleihe
Okt. 2% Treas. Bonds	1935—38	pari	150 000	140 313	4,5% T.B.
Nov. 3% Convers. Loan	1948—53	97,5	292 500	nicht angegeben	
1933					
März 2,5% Conv. Loan	1944—49	—	51 721	nicht angegeben	
April					
Sept. 2,5% Conv. Loan	1944—49	94	150 000	50 757	4,5% T.B.

wurde im April 1934 eine 3%ige Anleihe von 150 Millionen £ zu 98% mit Erfolg aufgelegt und zwar zur Einlösung 4%iger Treasury Bonds. Die Effektivverzinsung von 3,1% wurde aber bei einer im Jahre 1935 aufgelegten Konversionsanleihe noch unterboten. Die 2,75%ige, 1952 bis 1957 rückzahlbare 100 Millionen £ Anleihe, zum Kurse von 98,1 ausgegeben, diente zur Konversion der ausstehenden 34,5 Mill. £ 5,5%igen amerikanischen Anleihe von 1917 und der 1933 gegen Stücke dieser Anleihe im Umtausch erhaltenen 2,5%igen Schatzwechsel. Der Restbetrag von ca. 65 Mill. £ war für die Fundierung weiterer kurzfristiger Anleihen bestimmt.

Daß der Zeitpunkt für die Konversion von Anleihen auf dem englischen Kapitalmarkt nicht mehr so günstig ist, zeigt neben der sinkenden Ziffer der Konversionsanleihen bei steigender Neuauflage von Anleihen auch die nachlassende Aufnahmefähigkeit des Londoner Marktes, die sich in verschiedenen Anleihemißerfolgen äußerte. So wurde die 3,5%ige Anleihe des Londoner Grafschaftsrates (Ausgabekurs 100,5) nur zu 11% vom Publikum gezeichnet, nachdem schon die 3,5%ige australische Konversionsanleihe (zu 96,5 begeben) einen mäßigen Zeichnungserfolg erzielt hatte. Diese Entwicklung der Kapitalverteuerung kommt auch in der Rendite der Consols zum Ausdruck.

[1] „The Economist“ 1933, IV, S. 1236; 1935, I, S. 482.

[2] Diese „K.“ waren — vermute ich — eine Rückzahlung von Anleihen mittels neu aufgenommener Beträge.

1932	1933	1934	1935	1936	Jan. 1937	April 1937	Juli 1937
3,75	3,40	3,10	2,89	2,94	2,98	3,26	3,36

Die Ziffern für die Ausgaben von Konversionsanleihen sind:

in Mill. £	1932	1933	1934	1935	1936
Staatsanleihen	478,2	50,7	105,0	204,0	37,2
Andere Anleihen	31,8	172,4	136,9	108,2	109,7
	510,7	223,1	241,9	312,2	146,9

Die Vergleichsziffern für die Emission von Anleihen sind: (ohne Konversionen)

	Gesamt für das englische Reich: in Mill. £	Index (1928 = 100)	davon Ausland
1931	102,1	28	9,1
1932	188,9	51	0,3
1933	244,8	66	5,4
1934	169,1	46	1,5
1935	236,1	64	0,2
1936	255,7	69	0,7

(Nach „The Economist")

Frankreich[1]

Wie bereits dargelegt wurden 1931 die 6% (1920) Rente, die 5% (1915) Rente, die 5% (1928) Rente und die 6% (1927) amortissable, die 6% Obligationen von 1927 und die 7%igen Schatzbonds kündbar und damit konvertierbar.

Die Aussichten für eine Konversion waren aber in diesem Zeitpunkt trotz einer eingehenden Bearbeitung des Kapitalmarktes infolge der plötzlich hereingebrochenen Krise nicht günstig; seit 1930 machte sich eine Abwärtsbewegung auch in der Wirtschaft Frankreichs bemerkbar, die durch Ausfuhrschwierigkeiten und durch Fehlleitung von Kapital in der Industrie und der Schiffahrt hervorgerufen wurde. Wenn letztere auch infolge der unerschütterten politischen Ordnung und der glücklichen strukturellen Verfassung Frankreichs nicht in dem Ausmaß wie in den anderen Ländern auftrat, so war doch eine gewisse Banken- und Kreditkrise unverkennbar. Kre-

[1] Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches, 1934, Heft IV, S. 159. Aperçu de la Situation monétaire (Monnaies et Banques 1935/36 S. 45 ff.) Wagemann, Zwischenbilanz der Krisenpolitik, 1935, S. 94. Deutsche Allgemeine Zeitung 1936, Nr. 396/97/98. Berliner Börsen-Ztg. 1936, 26. 2. — Annuaire Statistique de la France, Paris.

ditbeschränkungen und die Tendenz der Banken, ihre Liquidität zu erhöhen, führte zu einer Anspannung der Geld- und Kapitalmärkte. Dazu trat noch eine Vertrauenskrise des Publikums, die zeitweise zu namhaften Abhebungen führte.

Trotz wiedereintretender Verflüssigung des Geldmarktes seit Anfang 1932 begann sich der Kapitalmarkt erst in der Mitte des Jahres zu erholen. Die seitens der verschiedenen öffentlichen Kassen, wie der Caisse autonome d'amortisation de la dette publique und der Caisse des Dépôts et Consignations[1] seit 1929 auf dem Markt der öffentlichen Anleihen vorgenommenen Stützungskäufe[2] verhinderten das Abgleiten der Anleihekurse, sodaß, als die Liquiditätsreserven der Banken wieder Anlage suchten und hauptsächlich in den öffentlichen Anleihen fanden, die Kurse den Paristand überschritten.

Hierzu trat aber noch ein weiterer Übelstand. Ebenso, wie die Gelegenheit seitens des Staats infolge der parlamentarisch-politischen Verhältnisse in dieser Zeit verpaßt wurde, durch entscheidende Maßnahmen, wie Steuerabbau, Reinigung des Verwaltungsapparates wirtschaftsfördernd einzugreifen, konnte auch der Konversion zunächst nicht die parlamentarische Zustimmung gesichert werden, da keine Partei sich der Rentnerfeindlichkeit zeihen lassen wollte.

Da nötigte die Bedrängnis der Staatsfinanzen zu konvertieren. Gegenüber den sinkenden Staatseinnahmen als Folge der allgemeinen Schrumpfung der Wirtschaft, der fehlenden Leistungen des Deutschen Reiches an Tributen waren die Ausgaben des Staates ständig gestiegen, da ein Abbau entweder durch die tatsächlichen Verhältnisse oder durch das Parlament verhindert wurde. Dazu kamen noch als Zusatzleistungen die durch die Krise erforderlich gewordenen Unterstützungszahlungen an zahlreiche Banken oder Großbetriebe, sodaß der Staat zu Einsparungen an anderer Stelle genötigt wurde. Die Herabsetzung des Zinsfußes auf nur 4,5%, sowie zugunsten der Kleinrentner unter gewissen Voraussetzungen eingeführte Entschädigungspflicht ließen die Konversion auch für die Kleinrentenr ertragbar erscheinen,[3] die im Herbst 1932 erfolgte.

---

[1] Daneben waren aber noch andere kleinere mehr oder weniger vom Staate geschaffene Kreditorganisationen in dieser Richtung für den Staat tätig, wie z. B. crédits agricoles, banques populaires, die Leihinstitute usw.

[2] Der Betrag der Käufe erreichte für die Zeit vom 1. 1. 1926 bis zum 30. 6. 1932 den Betrag von 24 Mrden. Frs.

[3] Rentenbesitzer, die über 60 Jahre und von der Einkommensteuer befreit sind, erhalten für ihre Vorkriegs- und Kriegsrententitel 110% des Nominalbetrages und das Recht, die Titel in Leibrenten zu 5% umzutauschen.

Anleihen im	Betrage in Mill. Frs.	konvertierter Betrag		Neuzeichnung
5% ewige Rente (1915/16)	15 785		Tranche A	
6% ewige Rente (1920)	25 582			
6% Rente von 1927	17 587	79 801		2 940
5% Rente von 1928	18 186	4,5%ige	Tranche B	
6% Obligationen von 1927	4 543	Rente von		
7% Schatzbonds	2 714	1932		

Mill. Frs. 84 397; zurückgezahlt wurden 4 596 Mill. Frs. Die Ersparnis betrug für den Staatshaushalt jährlich 1 433 Mill. Frs.

Die Konversionsbedingungen waren folgende:

1. Die Konversion erfolgt zu Pari;
2. Die 4,5%ige Rente von 1932 wird ab 1933—2007 getilgt entweder a) durch halbjährliche Auslosungen zu pari;
   oder b) durch Rückkäufe;
3. Die Anleihe ist frühestens kündbar zum 1. 1. 1939.

Überschaut man die französische Finanzlage vor der Konversion, so war sie alles andere als günstig. Die Kassen des Schatzamtes waren fast leer. Die Bestände betrugen:

am	1. 12. 1929	19,20	Mrden. Frs.
am	1. 1. 1932	2,00	„ „
am	1. 6. 1932	1,05	„ „
am	15. 7. 1932	0,70	„ „

aus diesem Grunde waren im Falle unerwartet hoher Rückzahlungsansprüche folgende Rückgriffsmöglichkeiten vorgesehen worden:

1. Ausgabe von Schatzscheinen;
2. Rückgriff auf die Amortisationskasse (rd. 4 Mrden.);
3. Auflegung der 4,5%igen Rente von 1932 zur Neuzeichnung. Letztere erbrachte einen Betrag von 2 940 Mill. Frs.

Infolge des günstigen Ausganges der Konversion — nur 4 596 Mill. Frs. = 5,45% des Gesamtbetrages hatten die Rückzahlung verlangt — traten Schwierigkeiten nicht ein.

Was nun die Lage am Geld- und Kapitalmarkt zur Zeit der Konversion anlangt, so hatte die Anfang 1932 einsetzende Geldflüssigkeit sich durch Käufe der Banken, die ihre Mittel anlegen wollten, auf den Kapitalmarkt übertragen, und die Kurse waren gestiegen. Die folgende Übersicht zeigt, daß die konvertierten Anleihen den Paristand überschritten hatten:

5% e. R. 1915/16	6% e. R. 1920	6% Rente	5% Rente	6% Obl.	7% Sch. Bonds	Zeitpunkt
101,30	101,25	105,05	102,00	101,00	114,20	(1930, 31. 12.)
100,15	103,55	107,60	99,95	102,60	109,80	(1931, 30. 9.)
100,55	102,70	106,10	100,45	102,40	113,60	(1931, 31. 12.)
101,75	104,97	108,35	102,70	102,90	113,20	(1932, 31. 3.)
98,60	100,30	103,60	97,35	99,60	113,70	(1932, 30. 6.)
100,75	101,65	104,35	102,00	101,10	103,60	(1932, 16. 9.)

Nicht zu unterschätzen war aber neben den regelmäßigen Käufen und Tilgungen der Renten durch die Amortisationskasse und die Caisse des Dépots et Consignations der Umstand, daß z. Zt. der Konversion von den beiden genannten Kassen für rund 2,25 Mrden. Frs. Titel aufgerufener Anleihen erworben worden sind.

Infolge der neu entstehenden Schwierigkeiten seitens des Staatshaushalts und der Schuldenentwicklung konnte von einer Entlastung des Haushalts wie von einer kreditpolitischen Wirkung keine Rede sein. Bald mußte die Regierung zu neuen Schatzscheinemissionen schreiten, die natürlich im Zusammenhang mit dem Mißtrauen gegen die Entwicklung der Staatsschuld zur Verschlechterung der Anleihebedingungen und Sinken des Kurses der Staatsanleihen führte.

Kurse der 4,5%igen Rente von 1932

am 2. 11. 1932	97,00
am 1. 1. 1933	94,70
am 1. 4. 1933	85,25
am 1. 8. 1933	83,20
am 1. 1. 1934	85,40
am 1. 4. 1934	79,50
am 1. 8. 1934	86,90
am 1. 12. 1934	91,30

Staatshaushaltsfehlbeträge:

1930	2 600	Mill. Frs.
1931	5 500	„ „
1932	6 000	„ „
1933	6 900	„ „
1934	5 600	„ „

Die Wirtschaftslage nach der Konversion zeigte genau dasselbe Bild wie vorher: das einer langsam fortschreitenden Krisenvertiefung.[1]

Die Entwertung des Sterling führte infolge des neu um sich grei-

[1]

1930	1932	1933	1934	1935	
100,7	89,2	69,1	77,0	71,2	Produktion
2,5	56,1	273,4	276,0	345,0	Arbeitslosen

(aus: „The Economist", Trade Supplement, 28. 8. 1937).

fenden Mißtrauens zu einer weiteren Hortung. Hierdurch wurde der Deflationsdruck weiter erhöht, die Preise und die Einkünfte sanken, die Produktion schrumpfte weiter zusammen. Der Kapitalmarkt verengerte sich ständig, da sich jetzt die Spekulation breitmachte und die Fehlbeträge des Staatshaushalts durch Begebung von Anleihen gedeckt wurden. Dies führte naturgemäß zu einer Zinserhöhung.

	1932	1933	1934	1935
Tägl. Geld	0,969	1,345	1,667	2,564
Privatdiskont	1,313	1,820	2,133	3,237
Diskontsatz der Zentralnotenbank	2,50	2,50	2,66	3,49

Nach 1933 setzte eine Abwanderung der Kapitalien aus Frankreich ins Ausland ein, die zu großen Goldverlusten führte, und die Hortung, die eine Erhöhung des Notenumlaufs zur Folge hatte, hielt an. Beide waren ein Zeichen für das Mißtrauen, das man gegenüber den Banken, der Wirtschaftslage, dem Haushaltsgebaren und der Währungspolitik entgegenbrachte. Infolge des dauernden Sinkens des englischen Pfundes war Frankreich gezwungen, die Deflationspolitik fortzusetzen, die ihre Wirkung auf die Preise aber nicht einheitlich ausübte.[1] Entsprechend dem Rückgang der Wirtschaft waren auch die Steuereinkünfte trotz Erhöhung der Steuern geschrumpft. Auf der anderen Seite waren die Ausgaben gestiegen, die einen Ausgleich des Haushalts verhinderten. Der Fehlbetrag mußte durch Anleihen gedeckt werden, was wiederum zu einer Verschlechterung der Kapitalmarktbedingungen führte, andererseits das Mißtrauen nährte. Die ungünstige Schuldentwicklung Frankreichs gab wiederum Anlaß zur Kapitalflucht und Geld- bezw. Goldhortung, veranlaßte die Schrumpfung der Wirtschaft u. s. f. Damit wiederholte sich mehrmals die eben geschilderte Entwicklung.

Entwicklung der Staatsschuld in Frankreich: in Mill. Frs.

Innere Schuld	31. 12. 1933	31. 12. 1934	31. 12. 1935
1. perpetuelle Schuld	52 134	51 640	50 834
2. Tilgungsschuld	169 090	178 813	184 432
3. mittelfr. Schuld	18 199	27 840	30 560
4. kurzfr. Schuld	48 667	49 535	56 857
Zusammen	288 090	307 828	322 683
äußere Schuld	4 056	2 835	2 730
obl. Schuld der Post	7 753	8 292	10 008
Schuld des crédit agr.	—	—	2 451
Zusammen	299 899	318 955	337 872

(nach DAZ, Nr. 396/97 vom 26. 8. 1936).

Das Bezeichnende an der Deckung der Fehlbeträge war, daß sie nicht zu einer Geldausweitung führte. Der Staat gab die Anleihen nicht wie in Amerika an die Banken, sondern an die Privatpersonen. Das vom Staat auf Grund der Anleihen erhaltene und verausgabte Geld ging an die Banken, nicht an Privatpersonen; soweit letztere es erhielten, wurde es gehortet oder ins Ausland gebracht. Die Banken selbst hatten kein Interesse daran, die Anleihetitel zu kaufen; denn es war ihnen auf der einen Seite unmöglich, in Notfällen die Titel bei der Staatsbank zu diskontieren, sodaß sie damit ihre Liquididät aufgegeben hätten. Auf der anderen Seite machte die Entwicklung der Staatsanleihekurse den Besitz von Staatsanleihen zu einem Verlustgeschäft.

Das Fehlen eines entsprechenden Kapitalangebots bei reger Kapitalnachfrage ließ den Zinssatz steigen.

Mit Rücksicht darauf, daß in Frankreich die staatlichen Anleihen beispielhaft für die Entwicklung des Zinses sind, suchte man nun, auf einem anderen Wege zur Zinssenkung zu gelangen. Von der Erwägung ausgehend, daß die großen Kapitalansprüche des Staates den Zinssatz zum Steigen gebracht hatten, versuchte man durch Schonung des Kapitalmarktes den Satz zu senken. Die Fehlbeträge des Haushalts wurden nunmehr durch Heranziehung des Geldmarktes gedeckt. Um auch den Banken die Möglichkeit zu geben, ihre Einlagen dem Staat zur Verfügung zu stellen, wurde die Beleihung von Schatzwechseln bei der Bank von Frankreich erleichtert.

Aber zwei Hindernisse stellten sich einer gesunden Entwicklung des Geld- und Kapitalmarktes in den Weg:

Die Hortung von Banknoten und Gold setzte sich fort. Die Abwertung des Franken brachte darin keine durchgreifende Besserung. Wenn man die jährlichen Ersparnisse in Frankreich mit 15 bis 20 Mrden. Frs. ansetzt, so kann man ermessen, was die Hortung, die bereits bis 1935 35—40 Mrden. Frs.[1] betragen hatte, für einen Einfluß ausübte. Außerdem sind beträchtliche Kapitalien u. a. nach England, den Vereinigten Staaten und Argentinien geflossen.

Das zweite Hindernis war die dauernde Beunruhigung durch die Änderung der Diskontrate, die eine Gegenmaßnahme zu der Kapitalflucht und den Goldabzügen darstellen sollte. Daß unter diesen Umständen eine wirksame und anhaltende Verbilligung des Kredits nicht eintreten konnte, ist klar.

Anmerkung von S. 40: [1] Das zeigt das Verhältnis der Lebenshaltungskosten zu den Großhandelspreisen:

(1929 = 100)	1932	1933	1934	1935
Lebenshaltung	94,6	93,5	92,8	86,9
Großhandel	68,2	63,6	60,0	54,0

[1] Heute wird die Hortung auf ca. 60 Mrden. Frs. geschätzt.

Änderung der Diskontraten (%)

1. 3. 1935	2,5	6. 2. 1936	3,5
23. 5. 1935	3	28. 3. 1936	5
25. 5. 1935	4	10. 5. 1936	6
28. 5. 1935	6	23. 6. 1936	5
20. 6. 1935	5	25. 6. 1936	4
4. 7. 1935	4	27. 7. 1936	3
18. 7. 1935	3,5	24. 9. 1936	5
8. 8. 1935	3	2. 10. 1936	3
14. 11. 1935	4	15. 10. 1936	2
21. 11. 1935	5	28. 1. 1937	4
25. 11. 1935	6		
31. 12. 1935	5		
9. 1. 1936	4		

Abgesehen davon, daß die Änderung der Diskontrate infolge der Zusammensetzung des Portefeuilles der Bank von Frankreich (Wechselbestand 19 Mrden., davon allein zwei Drittel Schatzwechsel) als Verteidigungsmaßnahme für die Währung kaum mehr wirksam war, war sie auch gegen die Ursache der Hortung bezw. der Kapitalflucht machtlos. Überdies traf die Diskontpolitik die echten Bedürfnisse der Wirtschaft außerordentlich hart. Die Kapitalflüchtigen suchten nicht einen hohen und vorteilhaften Zinssatz, sondern Sicherheit.

Wie stark in den letzten Jahren seit der Konversion von 1932 durch die Entwicklung der Wirtschaft die Staatsrenten gefallen sind, ergibt die folgende Übersicht:

	1932	1933	1934	1935	1936	2.7.37	7.9.37
3% Renten							
höchster Kurs	85,75	78,40	79,40	84,97	73,60	70,75	74
niedrigster K.	72,10	64,60	65,75	71,15	69,70	—	—
4% Rente 1918							
höchster Kurs	99,60	89,70	87,60	89,75	75,20	69,25	74,35
niedrigster K.	86,40	73,50	71,60	73,40	71,20		
5% Rente 1920							
höchster Kurs	129,25	120,70	114,80	120	103,70	—	99,30
niedrigster K.	113	104,10	103	101	100,80		
4% Rente 1925							
höchster Kurs	109	111,50	105,90	104	81,80	95,65	101,28
niedrigster K.	99,60	99,90	96,60	79	77,75		
4,5% Rente 1932							
höchster Kurs	98,15	94,70	92,30	95,85	85,45	73,80	79,37
niedrigster K.	92,15	81,30	78,60	80,50	76,80		

(Zusammengestellt nach einer in der Berliner Börsen-Ztg. erschienenen Aufstellung mit Ergänzung für die neueste Zeit).

Die Zerrüttung des Marktes geht aber auch aus dem Zinsunterschied der in Paris bezw. in London aufgenommenen Anleihen hervor. Die Anfang 1936 in London begebene Anleihe von 3 Mrden. Frs. ist mit einem Zinssatz von 3% ausgestattet. Im Gegensatz hierzu zeigen die um dieselbe Zeit am Pariser Kapitalmarkt aufgelegten Anleihen eine bedeutend höhere Verzinsung zu für den Schuldner ungünstigeren Bedingungen. Diese Bedingungen beeinträchtigten die Kurse der mit niedrigerem Zinssatz ausgestatteten Anleihen.

Aufstellung einiger französischen Anleihen:

Zeitpunkt der Anleihe Ausgabe		Zins %	Betrag Mill.	Erfolg	Begeb. Kurs	Lauf-zeit	Ren-dite
1935	Schatzobl.	5	2085.—	knapp	950	1965	5,80
1. 1. 1936	Kolonialanl.:	5,5		„	940	1986	
	Äquat.-Afrika		55,296				
	West-Afrika		66,321				
	Madagascar		55,296				
	Guyane		3,862	„			
	Martinique		16,577				
	Neu-Calédonie		5,517				
	Somaliland		5,517				
1. 2. 1936	Eisenbahnanl.	6	1500.—	„	937,5	1982	
	Alsace-Lor.						6,64
	Est						6,58
	Etat						6,62
	Lyon						6,60
	Midi						6,74
	Nord						6,75
	Orléans						6,72
15. 12. 1936	Schatzobl. Tranche A	3,5	2091 a)	erfolg-reich	100	1939	2,75
	Tranche B	4	3361 a)	„	100	1945	4,05
1. 3. 1937	Staatsrente	4,5	10000	„	98	1997	5,63
1. 8. 1937	Schatzbonds	4	? b)	?	?	1938	?

a) mit 140% rückzahlbar.
b) zur Konversion der 4,5%igen Schatzbonds von 1934.

Wie sehr gerade — neben der allgemeinen Tendenz auf den Kapitalmärkten, wegen des allmählich steigenden Zinssatzes keine langfristigen Anleihen zu zeichnen — die Haushaltslage auf die Rentenkurse von Einfluß war, zeigt die Wendung. Allein die Tatsache, daß die Bedürfnisse des Schatzamts für das laufende Jahr offenbar gedeckt sind, hat eine Haussebewegung der Kurse ausgelöst, die noch durch die feste Haltung des Franken begünstigt wurde. Um den Kursen einen weiteren Auftrieb zu geben, ist die

10%ige Rentensteuer aufgehoben worden. So ist die zu 98 begebene 4,5%ige Schatzanweisung 1937, die Schwächen bis zu 90 erlitten hatte, am 2. Juli 1937 auf 98,60 und am 24. August 1937 auf 100,50 gestiegen. Sie und die Prämienanleihe zu 3,5% sind, um den Anleihen einen Erfolg zu sichern, mit Währungsklauseln versehen worden. Das Überschreiten der Parikurse hat im Zusammenhang mit der am 3. August 1937 erfolgten Senkung des Diskonts von 5 auf 4% die Frage nach einer Entlastung des Staatshaushalts durch Konversion von Staatsanleihen aufkommen lassen. Eine Entscheidung ist aber in dieser Hinsicht noch nicht gefallen, im Zusammenhang mit der weiteren Entwicklung des Kapitalmarktes wohl auch nicht in Kürze zu erwarten. Als einen Schritt, den Zinssatz zu senken, dürfte wohl die Konversion der im Oktober 1937 fälligen 4,5%-igen Anleihe von 1934 zu werten sein, die gegen 4%ige Schatzbonds mit einjähriger Laufzeit umgetauscht werden kann.

Niederlande[1]

Mit Großbritannien ist Holland eines der wenigen Länder, dessen Konversion zu einer Herabsetzung des Zinsfußes auf dem Kapitalmarkt führte.

Die wirtschaftliche Entwicklung der Niederlande bis 1931 zeigt die gleiche Bewegung wie in allen Industriestaaten: sinkende Preise, sinkende Einkünfte, Schrumpfung der Produktion, Erhöhung der Arbeitslosenziffer. Sie hat nach 1932 eine große Ähnlichkeit mit der Entwicklung in Frankreich genommen. Als Land, das dem Goldblock angehörte, versuchte es durch eine Deflationspolitik die Krisenschwierigkeiten zu überwinden und die fortgesetzte Entwertung des englischen Pfundes auszugleichen. Dementsprechend ist in dem Verhältnis der Industrieproduktion Februar 1933 und Februar 1936 eine Abnahme um 8,3% festzustellen. Die Arbeitslosenziffern stiegen von 256 000 (Ende 1932) auf 414 000 (Ende 1934) und 471 900 (Ende 1935). Zugleich fielen auch die Preise weiter, während die Konkursziffern stiegen.

	Konkursziffern	Preise (Großhandel) 1929 = 100	Lebenshaltung 1929 = 100
1931	3 404	76,5	90
1932	4 539	64,8	83,9
1933	4 556	63,1	83
1934	4 645	63,2	83,4
1935	4 628	61,7	81,1

[1] Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches, 1934, Heft IV, S. 156. — Krisenbeginn oder Krisenende in Holland, in „Wirtschaftsring", Heft 45, 1935, S. 535. — Frankfurter Ztg., 1936, 7. 6., Nr. 23 (Wochenblatt).

Wie die Ziffern der Lebenshaltungskosten ergeben, war die Wirkung der Deflationspolitik hier kaum zu spüren. Diese Unregelmäßigkeit in der Durchführung der Deflationsmaßnahmen dürfte wohl in dem Umstand liegen, daß die Regierung vor allem im Jahre 1933 zugunsten der Landwirtschaft eingeschritten ist. Es wurde ein Krisispachtgesetz erlassen, das die Ermäßigung von Pachten zuläßt. Es wurde ein Einfuhrmonopol für Obst, Gemüse und Getreide errichtet und der Kartoffel-, Zuckerrüben- und Roggenanbau durch Beihilfen unterstützt. Auch dem Gartenbau, der Flachs- und Weidenrutengewinnung sowie der Hebung der Viehzucht wandte die Regierung ihre volle Aufmerksamkeit zu und förderte sie durch Geldbeihilfen, Erlösgarantie und Einfuhrbeschränkung.

Als Land, das außerordentlich auf den Außenhandel angewiesen ist, mußte Holland bei der Schrumpfung seiner Ausfuhr infolge der Krise darauf sehen, auch die Einfuhr entsprechend zu beschränken. Zur Regelung des Außenhandels besaß die Regierung weitgehende Vollmachten:

	1931	1932	1933	1934	1935
Handelsbilanz: (in Mill. ℛℳ)	— 985	— 771	— 820	— 553	— 440
Zahlungsbilanz: (in Mill. Gulden)	+ 538	+ 463	+ 116	+ 118	

Aber die Importbeschränkung war zum großen Teil der wirkliche Ausdruck einer durch die Deflation hervorgerufenen Kaufkraftbeschränkung, nicht die Folge eines künstlichen Ausgleiches der Handelsbilanz. Abgesehen davon, daß die Niederlande mit Rücksicht auf ihre Außenhandelsinteressen nicht willkürlich zur Einfuhrbeschränkung schreiten konnten, zeigt auch die holländische Produktion kaum einen Gewinn aus der Einfuhrschrumpfung.

Auch in Holland stellte sich die Hortung zugleich mit der Kapitalflucht ein. Wenn die Thesaurierung bezw. das Verbringen von Kapital ins Ausland nicht so großen Umfang wie in Frankreich annahm, so deshalb, weil zwar an sich Währungsabwertungsbefürchtungen bestanden, diese aber nicht noch durch eine leichtsinnige Haushaltsausgabenpolitik mit hohem Fehlbetrag verstärkt wurden.

Staatshaushalts-Fehlbetrag bezw. Überschuß (in Millionen Gulden)		Schuldenentwicklung	
1930/31	— 16	1. 1. 1931	2 388
1931/32	— 137	1. 1. 1932	2 338
1932/33	+ 113	1. 1. 1933	2 475
1933/34	+ 99	1. 1. 1934	2 723
1934/35	— 958	1. 1. 1935	2 701
1935/36	— 121	1. 1. 1936	2 706

Die Deckung der Fehlbeträge auf dem Anleihemarkt in Verbindung mit der durch die Deflation, die Hortung und Kapitalflucht hervorgerufenen Geld- und Kapitalmarktverengerung ließ infolgedessen die Aufnahmemöglichkeiten sinken, wodurch zwangsläufig eine Zinserhöhung begünstigt wurde.

	1931	1932	1933	1934	1935
		(Jahresdurchschnitte)			
Tägliches Geld	0,923	0,455	0,809	0,502	2,578
Monatsgeld	1,599	1,178	1,298	1,098	3,086
Privatdiskont	1,407	0,723	1,017	0,770	3,105

Die Verteuerung des Geldes und des Kapitals wurde aber noch durch einen anderen Umstand zwangsläufig herbeigeführt: durch die Heraufsetzung des Diskonts. Holland ist eines von den wenigen Ländern, das bis zur Abwertung des Gulden im Herbst 1935 der Währungspolitik den Vorzug vor der Kreditpolitik gab und dementsprechend das klassische Mittel der Währungspolitik, die Diskontveränderung benutzte, um der Hortung und der Kapitalflucht zu steuern, oder Baissespekulationen auf den holländischen Gulden abzuwehren. Da sehr häufig von der Veränderung der Diskontrate Gebrauch gemacht wurde, mußte infolgedessen der Zinsspiegel entsprechend steigen; und damit erfuhren auch die Kostenfaktoren eine Steigerung. Die Wirkung war in der Tat die, daß die Wirtschaft der einzig Leidtragende dabei war, während die Diskonterhöhung weder für die Kapitalflüchtigen noch für die Personen, die ihr Vermögen in Gold und Banknoten horteten, irgend ein Hindernis bildete. Der weitere Zweck einer Diskonterhöhung, zum Auslande ein Zinsgefälle herzustellen und Auslandsgelder heranzulocken, war nicht beabsichtigt, konnte auch wegen der kurzen Zeitdauer der Erhöhung einer solchen Wirkung nicht fähig sein. Die Diskontveränderungen waren im Laufe der Jahre 1929 bis 1936 folgende:

15. 11. 1929	4,5%	5. 4. 1935	3,5%
15. 1. 1930	4 %	10. 4. 1935	4,5%
7. 3. 1930	3,5%	16. 5. 1935	4 %
25. 3. 1930	3 %	1. 6. 1935	5 %
24. 1. 1931	2,5%	27. 6. 1935	4 %
16. 3. 1931	2 %	6. 7. 1935	3,5%
29. 9. 1931	3 %	18. 7. 1935	3 %
19. 4. 1932	2,5%	25. 7. 1935	5 %
12. 5. 1933	3,5%	26. 7. 1935	6 %
29. 6. 1933	4,5%	3. 8. 1935	5 %
15. 7. 1933	4 %	17. 9. 1935	6 %
19. 7. 1933	3,5%	17. 10. 1935	5 %
15. 8. 1933	3 %	22. 10. 1935	4,5%
9. 9. 1933	2,5%	5. 11. 1935	4 %

14. 11. 1935	3,5%	30. 5. 1936	3,5%
16. 1. 1936	3 %	4. 6. 1936	4,5%
4. 2. 1936	2,5%		

Unter diesen wirtschaftlichen Gegebenheiten schritt die holländische Regierung im April 1934 zur Konversion. Schon im Jahre 1932 hatten Konversionspläne geschwebt, waren aber zurückgestellt worden, als eine Anleihe von 200 Mill. Gulden, deren eine Hälfte bereits festgezeichnet war, trotz ihrer vorteilhaften Ausstattung (4%-ige Verzinsung; 99,5% Zeichnungskurs) kaum beim Publikum Aufnahme fand. Seitdem hatte sich der Geldmarkt weiterhin verflüssigt. Die Kurse der Renten und Obligationen waren nach Überwindung der Währungs- und Vertrauenskrise, die sich in der Diskonterhöhung deutlich ausprägt, gestiegen, sodaß die Staatsanleihen zur Zeit der Konversion leicht über Pari notierten. Auch in anderer Hinsicht war der Zeitpunkt günstig. Die Lage am Geldmarkt gestattete jederzeit der Regierung, durch Ausgabe von Schatzwechseln im Falle des Scheiterns der Konversion und der Rückzahlung eines hohen Anleihebetrages die entsprechenden Mittel aufzubringen. Schon im Jahre 1933 hatte für Schatzwechsel gute Aufnahmewilligkeit bestanden.

Datum	Aufgelegt	Gezeichnet	Zugeteilt
20. Juli 1933	100 000 000	97 105 000	87 370 000
22. August 1933	80 000 000	116 658 000	78 110 000
22. September 1933	60 000 000	100 779 000	53 902 000

Die Schatzwechselauflagen im Februar und März 1934 führten sogar zu einer doppelten bezw. dreifachen Überzeichnung.

Ein weiterer Umstand begünstigte die Konversion, nämlich das Fehlen von anderen Anlagemöglichkeiten mit steigender Rentabilität auf dem Kapitalmarkt. Die z. Zt. der Konversion herrschende Stagnation in der holländischen Wirtschaft schloß die Aussichten auf einen höheren Ertrag in der Privatwirtschaft bei gleicher Sicherheit für absehbare Zeit aus.

Die zum Umtausch in der Zeit vom 5.—12. April 1934 aufgerufenen Anleihen waren die folgenden:

5 %ige	Anleihe	von	1932	mit	einem	Betrage	von	247,9	Mill.	fl.
4,5%ige	„	„	1916	„	„	„	„	53,0	„	„
4,5%ige	„	„	1917	„	„	„	„	398,2	„	„
4,5%ige	„	„	1928	„	„	„	„	80,8	„	„
4 %ige	„	„	1916	„	„	„	„	118,0	„	„
								897,9	„	„

Die Konversionsanleihe zu 4%, ausgegeben zum Parikurs, ist mit Steuerfreiheit ausgestattet und in 40 Jahren rückzahlbar. Neuzeichnungen waren zugelassen, von denen für 156,23 Mill. fl. eingingen.

Konvertiert wurde ein Betrag von 748,78 Mill. fl., während 149 Mill. fl. = 16,6% des Gesamtbetrages zur Rückzahlung gelangten. Die Zinsersparnis belief sich auf 6,4 Mill. fl. jährlich. Die Zusammensetzung der Schuld (innere und langfristige) erfuhr durch die Konversion folgende Veränderung:

Zinssatz	Vor der Konversion 31. 12. 1933	in %	Nach der Konversion 11. 4. 1934	in %
	(Millionen Gulden)			
4 % Konv. Anleihe	—	—	900,00	33,03
2,5%	515,7	18,94	515,7	18,93
3 %	389,1	14,29	389,1	14,28
3,5%	38,3	1,41	38,3	1,40
4 %	951,2	34,94	833,2	30,58
4,4%	48,5	1,78	48,5	1,78
4,5%	532,1	19,54	—	—
5 %	247,9	9,10	—	—
	2722,8	100,00	2724,8	100,00

Die folgende Entwicklung am Kapitalmarkt hat die Konversion durchaus bestätigt, sodaß ihr Zweck, bahnbrechend für die Herabsetzung des langfristigen Zinsfußes zu wirken, voll erreicht wurde.

Die Wirkung wurde auch nicht, wie im Falle Frankreichs, durch andere Umstände wieder aufgehoben oder gar ins Gegenteil gekehrt. Trotz der bis zum Herbst 1935 (Abwertung des Gulden) durchgeführten Deflationsmaßnahmen in Anpassung an die Weltwirtschaftslage, die eine weitere Schrumpfung des Notenumlaufs,[1] eine Erhöhung der Arbeitslosenziffer, Sinken der Preise usw. zur Folge hatte, aber eine nur geringe Besserung der Wirtschaftslage eintreten ließ, konnte die allgemeine Zinssenkung auf dem Kapitalmarkt fortgesetzt werden. Die durch die Guldenbeunruhigung und die Kapitalflucht hervorgerufenen Diskontveränderungen (vgl. S. 45 f.) erwiesen sich dabei als weniger störend als die Kapitalflucht selbst. Wenn die Beunruhigung nicht solche Formen wie in Frankreich annahm, so dürfte der Grund darin liegen, daß die Unsicherheit nicht von Holland ihren Ausgang nahm, sondern von Frankreich und dann nur ihren Niederschlag in den beiden anderen Goldblockländern fand. Im allgemeinen wurde, wenn sich der Druck auf den französischen Franken verstärkte, auch die holländische Valuta in Mitleidenschaft gezogen. Die Überwindung dieser Schwächen war umso leichter, als nach eingetretener Beruhigung große Mengen abgeflossenen Kapitals wieder zurückkehrten. Die Goldbestandsveränderungen zeigen dies deutlich auf:

[1] Der Notenumlauf im Durchschnitt der Jahre:

1931/32	1932/33	1933/34	1934/35	1935/36	
960	980	923	892	805	Mill. fl.

Ende Februar	1934	812 Mill. fl.
Ende Sept.	1935	536 „ „
Ende März	1936	715 „ „

Die von der Niederländischen Bank in ihrem letzten Jahresbericht als bedeutungsvoll und bedenklich bezeichnete Entwicklung der Staatsschuld (von Ende 1931 2,5 Mrden., Ende 1933 2,722 Mrden. bis Ende 1936 3,2 Mrden. fl.) dürfte ebenso wie die Steigerung der Gemeindeschulden um 20% zu den nach der Abwertung mehrfach aufgetauchten Konversionsplänen der niederländischen Regierung in Beziehung stehen. In der Tat lassen die bisher erfolgten Transaktionen darauf schließen, daß der Zinsfuß für langfristige Anleihen weiter herabgedrückt werden soll. Die Niederländische Bank senkte am 20. Oktober 1936 den Diskontsatz auf 2,5% und ergriff hiermit zum ersten Male seit Jahren die Initiative, von sich aus die Spanne zwischen der offiziellen Geldrate und den Sätzen des offenen Marktes festzusetzen — nicht nur die Diskontrate den gegebenen Verhältnissen anzupassen — und damit die Entwicklung des Marktes zu lenken. Dieser Eingriff ist umso bemerkenswerter, als trotz der infolge Kapitalrückflusses eingetretenen Geldverflüssigung die Spanne sich in normalen Grenzen hielt.

Mehr noch als in den Jahren 1935 und 1936, in denen für 174,7 bezw. 87,1 Mill. fl. Konvertierungen stattgefunden hatten, wurde im Jahre 1937 (1. Halbjahr) konvertiert. Die Konversionen erreichten den Betrag von 995,8 Mill. fl. und ein Ende der Umwandlungen ist vorläufig nicht abzusehen. Die von der niederländischen Regierung Ende September geplant gewesene Auflegung einer 200 Mill. fl. Anleihe zu 4% wurde mit der Absicht zurückgestellt, erst dann an den Kapitalmarkt heranzutreten, wenn der Emissionsmarkt für den 3,5%-Typ vorbereitet sei.

Aufstellung der letzten Konversionsanleihen

Anleihe	Zinssatz	Betrag (Mill. fl.)	Beg. Kurs	Laufzeit
Amsterdamer Anleihe 1937	3,5%	25,277	99%	51 Jahre
Rotterdamer Anleihe 1937	3,5%	26,62	99%	50 Jahre
Niederl. Staatsanleihe 1937 für Umtausch v. 4%igen holl. Staatseisenbahnoblig. 1901/13	3 %	400,00	a)	50 Jahre
Niederländisch-Indien-Konversionsanleihe	3 %	150,00	96,75	30 Jahre
Den Haag-Anleihe	3 %	13,60	99,75	23 Jahre
Niederländisch-Indien-Konversionsanleihe	3 %	929,00	96,75	37 Jahre

a) für 1000 hfl. alte 1155 hfl. neue Stücke.

Heute bereits wird der in den Anleihekonversionen holländischer Provinzen und Gemeinden plötzlich eingetretene Stillstand mit den Vorbereitungen für eine große 3% Staatskonversionsanleihe erklärt. Und in Amsterdamer Börsenkreisen rechnet man Anfang September 1937 mit der Veröffentlichung des Prospektes der neuen 3% niederländisch-indischen Konversionsanleihe über ca. 929 Mill. fl.

Belgien[1]

Wie bei fast allen durch die Weltwirtschaftskrise schwer mitgenommenen Ländern ist auch in Belgien die Konversion von der Regierung als eine konjunkturpolitische Maßnahme eingesetzt worden.

Die wirtschaftlichen Schwierigkeiten in Belgien waren durch die Abwertung in den anderen Ländern außerordentlich gewachsen, da Belgien selbst mit seiner Währung der Abwertung nicht gefolgt und andererseits auf den Export angewiesen war. Um die Kaufkraftspanne zu vermindern, mußte Belgien eine Deflationspolitik treiben, die — bereits im Frühjahr 1930, also vor der Entwertung des englischen Pfundes begonnen — noch schärfer durchgeführt werden mußte, um mit der erfolgten Abwertung Schritt halten zu können. Und hier entstanden die Schwierigkeiten in der Ausführung. Denn da die Produktionskosten (insbesondere die fixen Kosten und die Abgaben) unveränderlich hoch blieben, mußten notgedrungenermaßen die Kostenfaktoren weichen. Ihr Sinken wurde aber andererseits wieder durch die Erhöhung der steuerlichen Belastung[2] und die Vergrößerung der Differenz zwischen den ausländischen Produktionskosten, die mit dem Abgleiten des englischen Pfundes weiter sanken, und den unveränderlich gebliebenen belgischen Produktionsfaktoren mehr als ausgeglichen. Der steuerliche Druck war aber umso spürbarer, je mehr die Preise sanken und je geringer die Umsätze wurden.

Dazu kamen noch die für eine Deflation ungünstigen Verhältnisse am Finanzmarkt. Hohe Zinsen, eingefrorene Bankkredite, Kreditbeschränkung als Folge der Schrumpfung der Wirtschaft verhinderten auch von dieser Seite die Wirksamkeit der Deflationspolitik. Die Lage am Kapitalmarkt erlaubte infolgedessen auch nicht durch eine Herabsetzung des Zinsfußes die Verminderung der öffentlichen Lasten und der öffentlichen Schuld, die 31 v. H. (1934) des Haushalts ausmachte.

Seit dem Frühjahr 1934 wurden außerdem die Banken, die beson-

[1] Vgl. Bulletin d'information et de documentation de la Banque Nationale de Belgique, 1932—36. Insbesondere die vierteljährlichen Berichte über die belg. Wirtschaft und die Jahresberichte. L'Annuaire statistique de la Belgique. Ferner „Die Währungsabwertung und die Politik des wirtschaftlichen Aufbaus in Belgien" von Charles Roger im „Weltwirtschaftl. Archiv", Bd. 43. Heft 1, 1936, S. 255 ff.

[2] Die Einnahmen aus den direkten Steuern waren im Jahre 1932: 2,444, 1933: 2,884, 1934: 2,797, 1935: 2,226. „Le budgets de 1933 et 1034 se sont sensiblement équilibrés, au prix d'un effort fiscal qui a écrasé le pays." (Bericht an den König betr. Konversion: Bulletin de la Banque Nat. de B., 1936, I, S. 536).

ders in Belgien die wirtschaftlichen Träger zahlreicher Unternehmungen waren, durch die Krise in Mitleidenschaft gezogen. Die Verordnung vom 22. August 1934, die für die Zukunft die Vermischung von Depositenbanken und Finanzgesellschaften verbietet und der Société Nationale de Crédit à l'Industrie einen Betrag von 2 Mrden. Frs. zur Verfügung stellte, um für die bei ihr eingefrorenen Kredite Schecks geben zu können, brachte nur eine geringe Erleichterung im Hinblick auf das allgemeine Mißtrauen bezüglich der Sicherheit der Einlagen und der Aufrechterhaltung der Parität, das auch die breitesten Bevölkerungsschichten erfaßt hatte und zu Abhebungen der Einlagen, besonders im März, Juni, Oktober und November 1934 und zu deren wertbeständige Anlage in Gold und andere Gegenstände führte.

Als nun im Mai 1935 mit dem weiteren Sinken des Pfundkurses die erfolgreiche Durchführung der Deflationspolitik immer fragwürdiger wurde, und neuerliche Abzüge der Einlagen stattfanden, sich andererseits aber eine wirtschaftliche Anlehnung, besonders an Frankreich als unmöglich erwies, erfolgte das Abgehen vom Goldstandard. Der Abwertungssatz wurde auf 28% des ursprünglichen Wertes festgesetzt.

Unter den von der Regierung zur Wiederbelebung der belgischen Wirtschaft geplanten und ausgeführten Maßnahmen wie Steigerung der Preise, steuerliche Entlastung, Ausführung öffentlicher Arbeiten finden wir auch den Plan einer allgemeinen Zinssenkung und den der Reorganisation des Bankwesens.

In der Tat war der Zeitpunkt der Reorganisierung des Kreditwesens glücklich gewählt. Die Wirtschaft begann gerade unter den Nachwirkungen der Abwertung sich neu zu beleben, während der Geldmarkt selbst bereits Ende 1934 Ansätze zu einer Zinsermäßigung gezeigt hatte, die sich allerdings nicht auf den Kapitalmarkt übertragen, nicht einmal die Zinserhöhung für langfristiges Kapital verhindert hatte. In dieser Hinsicht war die gesetzliche Herabsetzung des Zinssatzes für Hypothekenkredite ohne Einfluß gewesen. Die Kurse für Staatspapiere, die schon 1931 den Paristand überschritten hatten, bewegten sich in einer Höhe, die unter normalen Verhältnissen eine Konversion nicht zugelassen hätte. Der Geschäftsumfang war bis Ende 1934 weiterhin geschrumpft:[1]

	1)	2)		1)	2)
1929	568	274	1933	420	199
1930	508	240	1934	394	197
1931	471	227	1935	571	259
1932	434	209			

1) Recettes et paiements. — 2) Comptes courants particuliers.

[1] Bull. d' information . . . Bd. 11, S. 309.

U. OF ILL. LIB.

Die Kapitalemissionen waren zum Vorjahre 1933 gesunken,[1] während die Erträge der Aktiengesellschaften ebenso wie die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes eine leichte Zunahme verzeichneten:[2]

	Kapitalemission Gesamtbetrag: in Mill. Frs.	Dividenden	Umlaufsgeschwindigkeit (comptes courants particuliers à la Banque Nationale de Belgique).
1929	6 907	3 479	633
1930	4 769	4 028	410
1931	5 415	3 547	225
1932	4 948	2 447	265
1933	3 085	2 135	133
1934	698	2 151	145

Hier griff der Staat mit der Ermäßigung des Zinssatzes für langfristiges Geld ein, und zwar konvertierte er zunächst die innere Staatsschuld in eine 4%ige dette unifiée. Zu dieser Maßnahme hatten ihn die verschiedensten Gründe bestimmt:

1) Er wollte den Haushalt erleichtern. Der innere Anleihedienst verschlang 1935 1 766 Mill. Frs.; die Konversion ersparte den Betrag von rund 600 Mill. Frs., der zu steuerlichen Erleichterungen und Verminderung der Arbeitslosenlast verwendet wurde.

2) Er wollte den Zinssatz für langfristiges Geld in entscheidender Weise herabsetzen und damit die Lasten der anderen Schuldner (wie Städte, Provinzen, Kolonien usw.) zwangsläufig senken; es sollte sich lohnen zu investieren dadurch, daß der Zinsfuß beträchtlich unter dem zu erwartenden Ertrag blieb.

Bei der Durchführung der Konversion selbst sind einige Maßnahmen bemerkenswert. Man vereinfachte die Konversion — und begünstigte sie — dadurch, daß nur alle die Besitzer, die nicht mit der Konversion einverstanden waren, innerhalb von vier Tagen bei der Nationalbank oder deren Zweigstellen die Anleihestücke unter Einreichung einer Hinterlegungserklärung in doppelter Ausfertigung vorlegen mußten. Der kurze Zeitraum von vier Tagen war dabei ebenfalls einer Konversion günstig. Einer besonderen Anmeldung zur Konversion, um in den Genuß der Prämien zu kommen, bedurfte es nicht.

Die Art der Konversion ist deshalb von Bedeutung, weil die von der belgischen Regierung gewählte das Schatzamt nicht in unvorhergesehenen Schwierigkeiten stürzen konnte. Die Konversion erfolgte nicht durch Kündigung der alten Anleihen und Auflegung einer neuen Anleihe, wobei den Besitzern der alten Anleihen ein Um-

[1] Stat. Jahrbuch für das Deutsche Reich, 1936, S. 241.
[2] Bull. d' information . . . Bd. 10, S. 270 und 267.

tauschrecht auf die neue Anleihe eingeräumt wurde, sondern sie erfolgte im Wege des direkten Umtausches ohne Kündigung. Wurden die alten Anleihen nicht fällig, so konnte auch nicht der Fall eintreten, daß mangels zureichender Zeichnungen der neu aufgelegten Anleihe das Schatzamt die Beträge für die alten fälligen Anleihen nicht aufbringen konnte. Scheiterte die Konversion, so war in dem gegebenen Falle schlimmstenfalls die Herabsetzung des Zinsfußes mißglückt, das Aufbringen von Beträgen zur Ablösung der fälligen Anleihen wäre nicht notwendig gewesen.

Um das Abströmen der bisher in den Anleihen angelegten Kapitalien nach anderen ertragreicheren Anlagen zu verhindern, wurde die Konversion aller inneren Anleihen — und zwar der rückzahlbaren wie der nicht rückzahlbaren — ausgeführt. Aus demselben Grunde wurde wenig später die Konversion auch der übrigen Anleihen durchgeführt.

Mit der neuen Anleihe sind zugleich Maßnahmen verknüpft — — dies kommt auch dadurch zum Ausdruck, daß sie in der Konversionsverordnung aufgeführt sind —, die die 4%ige dette unifiée als besonders sichere Anlagen kennzeichneten. Sie wird von 1938 ab in 41 Jahren amortisiert. Der Umfang der Anleihe im Betrage von 14 Mrden. Frs. sollte sie gegen Kursschwankungen als Folge größerer Käufe oder Verkäufe sichern. Ein „fonds de régularisation" dem eine Milliarde Frs. zur Verfügung stand, sorgte für die Regelung der Kurse. Dem „fonds d' amortissement" wird jährlich eine besondere Zuwendung überwiesen, die ebenfalls zum Stützen der Kurse der 4%igen dette unifiée verwendet werden kann.

Am 27. 12. 1935 erging eine weitere Verordnung, die die Anleihen der Städte konvertierte.

Endlich schritt Belgien Anfang 1936 gemäß der Erkenntnis, daß seine Konversionen auch durch die Lage auf dem Kapitalmarkt in der Welt gerechtfertigt sei, zur Konversion der äußeren Schuld, und zwar der 7%igen Stabilisationsanleihe von 1926 in Höhe von ursprünglich 20 Mill. £. Die zu konvertierende Summe belief sich auf 8 600 000 £. Die Zinsherabsetzung betraf nur die englischen und holländischen Anleiheanteile. Sie wurden in eine neue 4%ige Anleihe zu 98,5% umgewandelt. Die Konversion erbrachte einen Betrag von 8 472 000 £, war also erfolgreich.

Nicht nur die spätere Kursentwicklung der Anleihen, die allerdings in der ersten Zeit durch große Anleiheverkäufe beeinträchtigt worden war, hat die Berechtigung der vorstehend beschriebenen Konversionen bestätigt, sondern auch die Erfolge bei der Auflegung innerer Anleihen, die wegen der besonders hohen Flüssigkeit des Geldmarktes ausgegeben worden waren.

Während die 4% Anleihe über eine Milliarde Frs. zur Tilgung der hochverzinslichen Anleihen: Belgischen Anleihe für die Provinzen (1921) $5^1/_2$%, Belgischen Anleihe für die Provinzen (1926) 6% und

der Belgischen Anleihe von 1926 zu 6% unter Zahlung einer Barprämie von 5—10% diente, haben sich die Bedingungen der neueren Inlandsanleihe vom 1. März 1937 mehr der gegenwärtigen Rentenmarktlage angepaßt. Der Zinssatz beträgt 3,5%, der gezeichnete Betrag 1,5 Mrden. Frs. Die Anleihe hatte, ebenso wie die erste, einen starken Erfolg. Im Juni 1937 wurde die Ausgabe einer neuen 3,5%igen Staatsanleihe im Betrage von einer Milliarde Frs. angekündigt, von der ca. 600 Mill. Frs. zur Konversion (Konsolidierung) der 4%igen Schatzscheine 1934 bestimmt sind. Zu gleicher Zeit fanden auch die Verhandlungen mit holländischen Finanzkreisen zwecks Auflegung einer 3,5%igen belgischen Anleihe im Betrage von 48 Mill. Gulden ihren Abschluß. Diese Anleihe ist zur Konversion der 4,5%igen Anleihe von 1930 über 45 Mill. Gulden bestimmt.

Die Sicherheit in der Geld- und Kapitalmarktlage ist wohl weniger auf die Tatsache zurückzuführen, daß unmittelbar nach der Abwertung des Belga ausländische Fluchtkapitalien Anlage in belgischen Staatspapieren, als Gold oder als Depositen in Belgien gefunden hatten. Denn diese, Mitte Juni 1935 auf vier Milliarden Frs. geschätzten Anlagen hatten bereits im Herbst 1935 begonnen, abzuwandern. Entscheidend waren wohl neben den weiteren Maßnahmen der Regierung auf dem Gebiete des Bankwesens: die Gründung des Centralhypothekeninstituts, die Schaffung eines Institut de Reescompte et de Garantie, das unmittelbar an die Industrie, den Handel und Landwirtschaft Kredite geben konnte, die Kontrolle der Anstalten für Hypothekenkredit, die weitere Besserung der Wirtschaftslage und die Geldausweitung.

Italien[1]

Die von Italien nach der Weltwirtschaftskrise durchgeführte Konversion ist für unsere Untersuchung deshalb aufschlußreich, weil sie eine Umwandlung unter besonderen Verhältnissen darstellt.

Die wirtschaftliche Entwicklung Italiens als eines rohstoffarmen Ausfuhr- und Industrielandes hängt zwangsläufig mit der Konjunktur am Weltmarkt zusammen. Die Weltwirtschaftskrise traf deshalb das Land schwer. Der Außenhandel schrumpfte und zwang Anfang 1934 zur verschärften Einfuhrüberwachung. Hinsichtlich der Konkurrenzfähigkeit auf dem Weltmarkt schienen die Deflationsmaßnahmen, die die Ausfuhrmöglichkeiten erweitern sollten, nicht die nötige Wirksamkeit zu haben. Die Großhandelspreise blieben im wesentlichen unverändert, obwohl durch Lohnabbau die Kostenfaktoren gesenkt wurden. Die Erhöhung der Rohstoffpreise glich diesen Vorteil wieder aus. Dagegen stiegen die Großhandelspreise für

[1] E. Wagemann, Zwischenbilanz und Krisenpolitik, 1935, S. 95: E. Münzer, die Wirtschafts- und Finanzlage Italiens in „Volk und Reich", 1934, S. 848 ff. Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches, 1934, Heft IV, S. 155 ff.

Agrarprodukte nicht unerheblich und zwar als Folge der Hilfsmaßnahmen für die Landwirtschaft.

	1931	1932	1933	1934	1935
Außenhandelsbilanz (in Mill. Lire)	— 1 433	— 1 456	— 1 411	— 2 442	?
Großhandelspreise (1929 = 100)	78,1	73	66,6	65	71,5
Haushaltslage (in Mill. Lire)	+ 40	— 1 369	— 6 377	— 2 030	— 1 550

Im Rahmen einer die Deflationsmaßnahmen weiter verschärfenden Politik, die bezüglich der Finanzpolitik in gewisser Hinsicht eine Abkehr von der Ausgabenwirtschaft bedeutete, schritt die italienische Regierung auch zur Konversion von Staatsanleihen im Februar 1934. Der Zeitpunkt war der Konversion nicht sehr günsitg.

Zwar standen dem Schatzamt zur Einlösung nicht konvertierter Anleihebeträge außer den Erträgen der 4%igen neunjährigen Schatzanweisungen, die im Januar 1934 ausgegeben waren, noch ein Guthaben von 4 Mrden. Lire bei dem Banco d' Italia zur Verfügung und die Möglichkeit, sich die entsprechenden Mittel bei der Cassa Depositi e Prestiti zu verschaffen. Auch der Vorrang des italienischen Staatskredits auf dem Kapitalmarkt, der die Wirtschaft als direkten Anleihenehmer auf dem Kapitalmarkt ausgeschaltet hat, sicherte von vornherein einen Erfolg der Konversion. Eine wichtige Stütze in der Deckung des Anleihebedarfs bildeten von jeher die öffentlichen Sparkassen und die Zentralkasse der staatlichen Versicherungen, die die ihnen zugeflossenen Mittel in Anleihen des Staates anlegen und naturgemäß im Falle einer Konversion mit dieser einverstanden sein mußten. Wie groß die dem Staat durch die öffentlichen Sparkassen zur Verfügung gestellten Gelder sind, ergibt die folgende Aufstellung:

Überschüsse der Einzahlungen über die Abhebungen:

1930/31	1 444	Mill. Lire[1]
1931/32	2 038	„ „
1932/33	755	„ „

Die durchschnittliche Verzinsung der Sparkasseneinlagen gestattete jedenfalls die Anlage ihrer Depositen in weitem Umfange.

Durchschnittszinssatz

der inneren langfristigen Staatsschuld bis Februar 1934 5%;
der Spareinlagen 1931 3,95% ab Oktober 1933:

[1] Nach: Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches, 1934, Heft IV, S. 155.

a) für täglich fällig werdende Einlagen 2,25%;
b) für dreimonatige Einlagen 3%;
c) für sechsmonatige Einlagen 3,5%.

Die zur Konversion in Aussicht genommene Anleihe, die 5% Consolidati zeigten folgende Kursentwicklung bei einem Privatdiskont von:

1933,	Jan.	86,15	4,42
	April	85,33	4,00
	Okt.	93,28	3,50
	Dez.	97,40	3,00
1934,	Jan.	96,48	3,00
	April	98,33 (2. 2. 1934)	3,00
	Okt.	—	3,00
	Nov.	—	3,00

Zur Konversion wurden folgende Anleihen aufgerufen:

Früh. Rückzahlungsm.			Aussteh. Betrag
31. 12. 1931	5% Consolidati	(4., 5., 6. Nat. Anl. und Vers. Policen der Kriegsteilnehmer)	33 026 Lire
31. 12. 1936	5% Littorio		28 367 Lire
		(in Mill. Lire)	61 393 Lire

Die Bedingungen der neuen zum Umtausch aufgelegten 3,5%igen Konversionsanleihe von 1936—1979 waren folgende:

1) Bei Umtausch erfolgte eine Prämienzahlung von 1%.
2) Die Umtauschfrist begann am 5. 2. und endete am 10. 2. 34.
3) Die neue Anleihe wird durch Rückkauf bei Kurs unter 101, sonst durch Auslosung getilgt. Die Tilgung hatte gegenüber den konvertierten Renten den Vorteil, daß die Staatsschuld abgetragen wurde.
4) Um die Besitzer der Liktorenanleihe, deren frühester Fälligkeitstermin der 31. 12. 1936 war, nicht zu schädigen, wurde ihnen der Zinsunterschied bis zum 31. 12. 1936 vorausgezahlt.

Das Ergebnis der Konversion war:

konvertierter Betrag	61 270 Mill. Lire	= 99,8%
nicht konvertierter Betrag	123 Mill. Lire	= 0,2%

Die Herabsetzung des Zinsfußes eines großen Teils der gesamten italienischen Staatsschuld ergibt sich aus der folgenden Übersicht:

Innere	Italienische Staatsschuld (in Mill. Lire) vor der Konversion (31. 1. 1934)	nach der Konversion (28. 2. 1934)
lang- und mittelfr.		
a) ewige	71 291	9 858
b) rückzahlbare	16 956	82 349
schwebende	9 870	9 874
	98 117	102 121
Äußere kommerzielle	1 608	1 608
	99 725	103 729

sie entlastete den Staatshaushalt, soweit es die jährlichen Zinsausgaben betraf, und insoweit hatte die Konversion für den Augenblick ihren Zweck erreicht. Aber die Durchführung eines einheitlichen Zinssatzes von 3,5% konnte die Konversion auf dem Anleihemarkt nicht erreichen. Daran waren verschiedene Umstände schuld, die den Kurs der neuen Anleihe weichen ließen. Neben den im Frühjahr 1934 auftretenden Kassenschwierigkeiten, zu denen die Vorauszahlung der Zinsen für die konvertierte Liktorenanleihe in Höhe von 2,74 Mrden. Lire wesentlich beitrug, setzte in diesem Zeitpunkt auch eine besonders starke Kapitalflucht ein, die den Kurs der Lira schwächte.

	Goldbestand in Kassen in Mill. Lire	Devisen und Auslandsguthaben
1934 Jan.	7099	274
Febr.	7105	83
März	6874	44
April	6840	40
Mai	6667	35
Juni	6469	34
Juli	6362	37
Aug.	6344	37
20. Sept.	6269	26

Daneben erfolgte eine Abwanderung des Kapitals aus der Konversionsanleihe in höher verzinsliche Papiere. Hier rächte sich der moralische Zwang, den man auf die Besitzer der konvertierten Anleihen dadurch ausgeübt hatte, daß die Nichtannahme des Umtauschangebots schriftlich in dreifacher Ausfertigung erklärt werden mußte. Nach der erfolgten Konversion entäußerten sie sich dieser Anleihe, um ertragreichere Anleihen zu suchen.

Mit einer geringen Besserung der Wirtschaftslage im Sommer 1934, die nicht zuletzt auf die rigorose Durchführung der Deflationspolitik durch gestaffelte Senkung der Staatsgehälter, der 7,5%-

igen Lohnsenkung, der Verringerung der Unterstützungen und Arbeitsbeschaffungsausgaben zurückzuführen ist, und mit der Abwehr der Liraschwäche kehrte auch das Vertrauen wieder. Die Aktien- und Rentenkurse stiegen soweit, daß die Regierung in demselben Jahre zur Konversion der mit mehr als 4% verzinsten Pfandbriefe schreiten konnte. Von einem Betrage von rund 4300 Mill. Lire wurden 98,55% konvertiert, 63,2 Mill. Lire zurückgezahlt. Weiter erging eine Verordnung, die die Anwendung des Gesetzes über die Herabsetzung des Zinsfußes für die Pfandbriefe auch für die kommunalen und Provinzanleihen gestattet. Dementsprechend wurde die Konversion der 6%igen Obligationen des Kreditkonsortium für öffentliche Arbeiten, das die Anleihen von Turin, Venedig, Triest, Palermo und Catania umfaßt, in 4,5%ige durchgeführt. Von 647,5 Mill. Lire wurden nur 0,358 Lire nicht konvertiert. Die Herabsetzung auch der Kommunal- und Provinzialanleihezinsen war insofern von Wichtigkeit, als die Verschuldung der Gemeinden und Provinzen von Jahr zu Jahr gestiegen war, und der Staat einen wesentlichen Zuschuß zu den Haushalten leistete, fernerhin die gesamte öffentliche Verwaltung etwa 30—35 Mrden. Lire bei einem Volkseinkommen von 65 Mrden. Lire (1933/34) jährlich beanspruchte.

Daß dennoch der 3,5%ige Anleihetyp keinen Eingang als Standardtyp auf dem italienischen Anleihemarkt fand, ergibt seine Kursbewegung, die auch trotz der einsetzenden Wirtschaftsbelebung im Sommer 1934 die ursprüngliche Höhe nicht mehr annähernd erreichte.[1] Vollends unhaltbar erwies sich dann dieser Zinssatz, als infolge der Vorbereitung des abessynischen Krieges der Staat erhöhte Ansprüche an den Kapitalmarkt stellte, und die Zinssätze entsprechend stiegen.

Beanspruchung des Geld- und Kapitalmarktes
(vom 1. Juli 1934 bis zum 30. April 1937)

	in Mill. Lire
Zahlung der Besitzer der in 5% konvertierten 3,5% Konversionsanleihe	5 717,6
Neuzeichnung der 5%igen Anleihe	1 087,0
5%ige Zwangsgrundbesitzanleihe	5 376,4
Schatzanweisungen und Schatzscheine und andere Vorschüsse	6 807,0
ausgegebene Staatsbanknoten	1 350,0
	20 388,0

(aus „The Economist", Nr. 4896, 1937, S. 732).

Hierdurch litten naturgemäß die mit einem geringeren Zinsfuß

[1] Die Kursentwicklung der 3,5%igen Konversionsanleihe und der 3,5%igen Rendita:

	1. 1. 1935	9. 12. 1935	8. 1. 1936	6. 2. 1936	25. 2. 1936	31. 12. 1936
Rendita 3,5%	83,30	66,60	69,00	70,00	72,70	75,50
Konv.-Anleihe 3,5%	82,60	65,30	65,10	67,25	72,05	74,50

ausgestatteten Anleihen, wie die Rendita und die Konversionsanleihe von 1934. Infolgedessen entschloß sich der Staat Ende 1935 bezüglich der Konversionsanleihe eine Heraufsetzung des Zinssatzes von 3,5% auf 5% vorzunehmen und in Verbindung damit eine Zuzahlung von 15% des Anleihebetrages von dem Besitzer zu fordern. Von einem Betrag von rund 61 000 Mill. Lire wurden 42 034 Mill. Lire in 5%ige Anleihe konvertiert, dementsprechend ein Betrag von rund 5717 Mill. Lire zugezahlt.[1] Außerdem gingen durch Barzeichnungen (zum Kurse von 95%) ein Betrag von 1087 Mill. Lire ein. Der nichtkonvertierte Betrag wurde nicht zurückgezahlt, bleibt vielmehr als 3,5%ige Konversionsanleihe weiter auf dem Markt. Bezeichnenderweise wird die offizielle Notierung der konvertierten Konversionsanleihe nur in der unkonvertierten Form vorgenommen.

Schweden[2]

Die Wirtschaftsentwicklung Schwedens in der Nachkriegszeit ist durch die Tatsache gekennzeichnet, daß von 1922 bis zur im Jahre 1931 ausbrechenden Kreditkrise ein ununterbrochener Aufstieg stattfand. Die Ursache dieser Wirtschaftslage, die die Krise Schweden erst 1931 merken ließ und schnell überwinden half, war das Fehlen einer kriegskonjunkturellen Entwicklung mit allen ihren Nachteilen und Fehlern der Jahre 1914—18. War demnach der Aufbau der Wirtschaft nicht in Überstürzung erfolgt, so hatten sich hierbei Fehlinvestierungen, Kapitalfehlleitungen weniger als in anderen Ländern gezeigt und dies umso mehr, als kaum ausländisches Kapital daran beteiligt war.

Trotz der bereits 1929 beginnenden Wirtschaftskrise wurde Schweden zunächst von einem Ausfuhrrückgang kaum betroffen. Dies lag hauptsächlich nicht nur an der Langfristigkeit der Lieferverträge, die über die Ansätze zur Krise hinaus Schweden die Aufrechterhaltung der Ausfuhr sicherten, sondern auch an der Art der Ausfuhrerzeugnisse, für die jedenfalls auch in einer Krise ein gewisser stabiler Bedarf vorhanden war. Hinzu kam aber noch der Preisfall, der vom Ausland ausgehend, insofern mit den Tendenzen auf dem schwedischen Markte parallel lief, als sich auf dem Binnenmarkte selbst ein solcher Preisabstieg bereits angebahnt hatte und, da dieser auf der Senkung der Produktionskosten beruhte, auch zu einer Stütze des Exports wurde.

Anfang bis Mitte 1930 begann auch der schwedische Auslands-

[1] Die Ziffern sind nur ungefähr von mir errechnete, da genaue Informationen seitens der staatlichen Stellen nicht vorliegen. Das „Vademecum del Risparmiatore" vom 11. September 1937 gibt als umlaufend an: Rendita 5% 43 121 Mill. Lire (mit Neuzeichnung von 1087 Mill. Lire). Prestito Redimible 3,5% 1934 19075 Mill. Lire.

[2] Vierteljahrshefte zur Statistik des D. R. 1934, Heft I S. 232. Schwedische Wirtschaftliche Rundschau; Statistik Arsbok för Sverige; Riksgäldskontoret Budgetaret 1932—1936; „Die Währungsabwertung in Schweden" in Weltwirtschaftl. Archiv, Bd. 43, Heft I, S. 86 ff. Aperçu de la Situation monétaire, a. a. O., S. 19.

markt in Mitleidenschaft gezogen zu werden, dessen Ausfall zunächst durch eine Sonderkonjunktur auf dem Binnenmarkte teilweise ausgeglichen werden konnte. In Verfolg der begonnenen Produktionskostensenkung wurde, um den Verdienstausfall durch Preis- und Absatzschrumpfung bei gleichbleibenden Löhnen wettzumachen, zu weiteren arbeitsvereinfachenden, bezw. verbilligenden Maßnahmen geschritten. Davon hatte nicht nur der Maschinenbau, sondern auch der Baumarkt eine tiefgreifende Belebung erfahren, die bei letzterem noch durch den in den Jahren 1930—32 vermehrten Bau von Wohnungen verstärkt wurde. Eine große Stütze erhielt der Baumarkt durch den bis Mitte 1931 flüssig gebliebenen Kapitalmarkt, der zwar seit Mitte 1929 fallende Aktienkurse, aber steigende Obligationenkurse und Anleiheemissionsbeträge aufwies.

Ein entscheidender Abschnitt begann für Schweden, als es sich entschloß, die Goldwährung am 28. 9. 1931 aufzugeben. Dieser Entschluß war die unmittelbare Folge der Abzüge ausländischer Kapitalien bei Ausbruch der Weltwirtschaftskrise, die, wie die Übersicht zeigt, gerade in den Monaten vor der Abwertung sehr erheblich waren, und durch die Diskonterhöhung nicht wirksam zu unterbinden waren.

Der Vorrat an Gold und Devisen der schwedischen Reichsbank und der Privatbanken (in Mill. Kr.)

Veränderungen während des Jahres:[1]

	Reichsbank	Privatbanken	Gesamt
1928	— 42	— 7	— 49
1929	+ 59	+ 12	+ 71
1930	+ 121	— 192	— 71
1931	— 376	+ 123	— 253
1932	+ 165	+ 3	+ 168

Die Abwertung entbehrte aber nicht eines gewissen Vorteils. Denn sie hielt den Export mit den valutaschwach gewordenen Ländern, besonders mit Großbritannien, aufrecht, während der Handel mit den valutastarken Ländern absank, was auch dem inneren Markte eine gewisse Festigkeit verlieh. Die Preise erlitten durch die Abwertung deshalb keine wesentliche Veränderung, weil die Rohstoffe ebenfalls in der Hauptsache aus Ländern mit abgewerteter Währung eingeführt wurden. Der Ausfuhrerlös stieg weiter in den letzten Jahren auch deshalb, weil Schweden für das von ihm ausgeführte Holz, für Holzmasse und Papier wesentlich höhere Preise erlöste.

[1] Weltwirtschaftl. Archiv, Bd. 43, Heft I, S. 86.

Preise:	für Holz in Kr.	Holzschliff in Kr.	Papier in Dollar
1931	239	92,00	2,57
1932	215	79,50	2,21
1933	236	87,00	1,71
1934	263	90,08	1,66
1935	247	70,00	1,66
1936 (Juli)	291	82,00	1,71

(nach Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich, S. 176).

Die hierdurch bewirkte aktive Zahlungsbilanz, das Aufhören der langfristigen Ausleihung von Kapitalien und der Verkauf der in schwedischem Besitz befindlichen ausländischen Wertpapiere ergaben eine seit 1932 merkbare Erhöhung der Gold- und Devisenbestände, die ihrerseits wieder durch deren Ankauf durch die Reichsbank und die Privatbanken zu einer Erhöhung des umlaufenden Betrages führte.[1]

	Zahlungsbilanz (in Mill. Kronen)	Ausfuhr von ausländischen Wertpapieren
1931	+ 78	+ 194
1932	+ 31	+ 154
1933	— 18	+ 123
1934	+ 88	+ 110

Der Vorrat an Gold und Devisen der Reichsbank und der Privatbanken (in Mill. Kr.)

	Gesamtbestand	Gesamtveränderung während des Jahres
1929	693	+ 71
1930	622	— 71
1931	369	— 253
1932	537	+ 168
1933	860	+ 323
1934	1003	+ 143

Die Geldausweitung wurde in ihrer Wirkung noch dadurch unterstützt, daß in gewisser Hinsicht vor allem in den letzten Jahren eine Erhöhung der Geldumlaufsgeschwindigkeit eintrat. Letztere ist die Folge der seit dem Ende des Jahres 1933 zur Stützung des Arbeitsmarktes aufgenommenen zusätzlichen öffentlichen Arbeiten, deren Kosten durch staatliche Anleihen gedeckt wurden. Mit den Bankeinlagen wurden die Anleihen seitens der Kapitalisten angekauft

[1] Weltwirtschaftl. Archiv, a. a. O. S. 85.

und die Einlagen dadurch, daß sie der Staat wieder verausgabte, in Umlauf gebracht.[1] Hierdurch wurde der besonders seit 1930 beobachteten Hortung entgegengearbeitet.

Die durch die Geldausweitung hervorgerufene Zinssenkung machte sich sowohl am Geld- wie am Kapitalmarkt bemerkbar, sodaß die schwedische Regierung auch ihrerseits an die Herabsetzung der Kosten des Anleihedienstes durch Konversion der hochverzinslichen Anleihen gehen konnte.

Waren bei Beginn der großen sich über vier Jahre erstreckenden Konversionen zunächst die mit über 4% verzinsten Anleihen betroffen, so schritt nach einer etwas über anderthalb Jahren währenden Pause die Regierung nach weiterem Sinken des Zinses zur Konversion auch der mit 3,5% verzinsten Anleihen[2], um den 3%igen Anleihetyp durchzusetzen.

Die seitens der Reichsschuldenverwaltung durchgeführten Konversionen enthält die auf der folgenden Seite befindliche Tabelle. Aus ihr geht zweifelsfrei hervor, daß noch in der Mitte des Jahres 1937 Konversionen auf den Zinssatz von 3% keiner Schwierigkeit begegneten. Im Gegenteil hat eine gewisse vorhandene Nachfrage nach Unterbringungsmöglichkeiten auf dem schwedischen Kapitalmarkt die Herausgabe eines neuen Anleihetyps erforderlich gemacht. Die Reichsschuldenverwaltung hat unter der Hand einen Betrag von 5,5 Mill. Kr. in Staatsobligationen über die Obligationskasse der Sparkassen herausgebracht. Die Laufzeit der Obligationen beträgt 5—25 Jahre. Sie werden mit 2,5% in den ersten fünf Jahren verzinst, dann steigt die Verzinsung um 0,1% nach jedem weiteren fünften Jahre, sodaß eine Verzinsung von 3% nach 25 Jahren erreicht wird. Da zur Zeit selbst keine staatliche Anleihepläne bestehen, so konnte ein so günstiger Zinsfuß leicht erreicht werden.

[1] Damit soll aber nicht gesagt sein, daß die öffentlichen Arbeiten der Hauptanstoß für die Konjunktur Schwedens gewesen sind. Dafür waren die Beträge im Verhältnis zu den aus dem Ausland kommenden Gewinnen zu klein. Diese Ansicht würde auch der Tatsache widersprechen, daß die Arbeiten ihre Wirkung erst am Anfang von 1934 entfalten konnten, während sich die Besserung bereits in den Zahlen der Industrieproduktion von Ende 1933 ausdrückt.

[2] vgl. Svenska Dagbladet vom 31. 12. 1933, S. 18; Statistisk Arsbok för Sverige, Stockholm 1932-35.

aufger. zum:	Konvertierte Anleihe		Betrag Mill. Kr.	Konvertiert in Anleihe		Betrag Mill. Kr.
1929						
15. 12.	Staatsanl. 6%	1919	£ 25,0	1929	4,5% St.-Anl.	£ 5,414000
1930						
16. 6.	Staatsanl. 5%	1914	Kr. 163,1	1929	4,5% Ob.-Anl.	Kr. 146,716
18. 8.	Staatsanl. 5%	1918	„ 95,0	1930	4,5% St.-Anl.	„ 82,534
15. 9.	Staatsanl. 5%	1916/7	„ 187,0	1930	4,5% St.-Anl.	„ 161,915
1931						
16. 5.	Staatsanl. 6%	1921	„ 94,1	1931	4% Staatsanl.	„ 70,922
1. 9.	Präm.Obl.Anl.	1921	„ 100,0	1931	Präm.Obl.Anl.	„ 74,608
1933	(Ziffern in Klammer = % im Ausland)					
15. 9.	Staatsanl. 5% (— —)	1923	„ 66,6	1933	4% Staatsanl.	„ 43,533
1. 12.	Präm.Obl.Anl. (— —)	1923	„ 120,0	1933	Präm.Obl.Anl.	„ 108,000
1. 12.	St.-Anl. 4,5% (24%)	1913	„ 72,0	1933	4% Staatsanl.	„ 59,300
1. 12.	Dollaranl. 5,5% (84%)	1924	„ 49,2 £ 13,2	1933	3,5% St.-Anl.	„ 77,238
15. 12.	St.-Anl. 4,5% (— —)	1923	Kr. 28,4	1933	3,5% St.-Anl.	„ 25,029
15. 12.	St.-Anl. 3,6% (— —)	1887 1904/7	„ 83,7	1934	3% Staatsanl.	„ 27,121
1936						
1. 9.	Am.-Anl. 3,5% (20%)	1886	„ 39,0	1934	3% Staatsanl.	„ ?
7. 9.	Präm.Obl.Anl. (25%)	1931	„ 87,9	1936	Präm.Obl.Anl.	„ 97,000
1937						
1. 2.	St.-Anl. 3,5% (29%)	1904 1907	„ 126,0	1937	Am.-Anl. 3%	„ 67,750
1. 3.	St.-Anl. 3,5% (18%)	1911	„ 72,0	1937	3% Am.-Anl.	„ 88,000
20. 3.	St.-Anl. 3,5% (35%)	1908	„ 54,5	1937	3% Am.-Anl.	„ 88,000
15. 6.	St.-Anl. 4,5% (5%)	1927	„ 67,5	1937	3% Am.-Anl.	„ 57,200

Die Vereinigten Staaten von Nordamerika[1]

Die Vereinigten Staaten von Amerika sind, was den Zeitpunkt des Beginns der Bekämpfung der Krise anlangt, eines der letzten Länder gewesen.

Anfang Februar 1932 wurde die Reconstruction Finance Corporation zwecks Finanzierung des wirtschaftlichen Aufstieges durch die Regierung gegründet. Sie wurde zunächst mit einem aus Staatsmitteln aufgebrachten Kapital von einer halben Milliarde Dollar ausgestattet. Als die Zahlungsunfähigkeit der Schuldner, aufgenommene Kredite zurückzuzahlen, zu einer Bankenkrise und zur zeitweiligen Schließung der Banken führte, beteiligte sie sich an der Finanzierung der Kreditinstitute. Auch sonst hat die „Refico" an dem Wiederaufbau der amerikanischen Bankwirtschaft hervorragenden Anteil. Sie führte die Liquidierung insolventer Banken durch, indem sie vereiste Kredite bevorschußte.

Dem Zweck, den Banken und der Wirtschaft die notwendigen Mittel zu niedrigem Zinsfuß zuzuführen, diente die allmähliche Senkung des Diskonts und die Offenmarktpolitik. Die Geldverflüssigungspolitik wurde außerdem durch die nach der vorläufigen Währungsstabilisierung stärker einsetzende Goldeinfuhr wirksam unterstützt.

Die systematische Bekämpfung der Krise setzte eigentlich erst im Anfang des Jahres 1933 ein, als die Vereinigten Staaten durch das Goldausfuhrverbot die bisherige Währungsparität aufgaben (20. April 1933). An sich lag zu einer solchen Maßnahme kein Grund vor, denn sowohl war die Zahlungsbilanz immer aktiv gewesen

1932	1933	1934	1935	
+ 152	+ 38	+ 482	+ 331	(in Mill. $)

als auch die Goldvorräte hatten eine weitere Erhöhung erfahren.

Mit der Abwertung wurde die Konkurrenzfähigkeit Amerikas im Welthandel gestärkt, die Ausfuhr nahm der Menge und dem Werte nach zu. Der Entwertung des Dollars entsprechend stiegen die Preise, die im Inland auch durch die Befürchtung des Beginns einer Inflation und die damit zusammenhängende Flucht in die Sachwerte einen Auftrieb erhielten. Während die Umsätze mit dem Abflauen dieser Beunruhigung sanken, konnten sich die Preise im großen und ganzen behaupten dank der währungs- und kreditpolitischen Maßnahmen sowie der Abkommen zwischen den Unternehmungen eines Betriebszweiges und der National Recovery Administration, die die

[1] Wagemann, Zwischenbilanz der Krisenpolitik, 1935, S. 18, 26, 32, 93 ff; ders. Wirtschaftspolitische Eindrücke aus Nord- und Südamerika, 1936. — Apercu de la Situation monétaire (Monnaies et Banques 1935/36) S. 33. — Annual Report of the Secretary of the Treasury, 1933—37. — Berliner Börsen-Ztg. 1937, Nr. 98, S. 11.

Arbeitsbedingungen einheitlich festlegten. Die Preispolitik für die Landwirtschaft beruhte im wesentlichen auf der Angleichung der Agrarpreise an die Industriepreise, auf Anbaubeschränkungen, auf Schutzzöllen usw. Hierdurch wurde die Kaufkraft der Landwirtschaft wieder erhöht.

Hand in Hand mit diesen Maßnahmen versuchte auch die Regierung, dem Arbeitslosenproblem beizukommen. Neben der direkten Erwerbslosenfürsorge, die in der Hand der Federal Emergency Relief Administration lag, sorgte als produktive Erwerbslosenfürsorge die Public Works Administration für die Durchführung eines öffentlichen Bauprogramms und die Civilian Conversation Corps für die Einrichtung eines Arbeitsdienstes.

Die Politik des billigen Geldes selbst hatte auf die private Wirtschaft nicht den gewünschten Einfluß, die Aufnahme geschäftlicher Kredite anzuregen. Die Investitionen erfolgten durch Selbstfinanzierung der Industrie ohne Inanspruchnahme des Kapitalmarktes, sodaß der Staat selbst durch künstliche Staatsausgabenerhöhung und Deckung der Ausgaben auf dem Wege der Kreditausweitung zur Ankurbelung der Wirtschaft schritt.

Die Haushaltsfehlbeträge, die in ununterbrochener Reihenfolge seit dem Haushaltsjahr 1930/31 bestanden, waren hauptsächlich die Folge der Krisenausgaben, der direkten Zuwendungen und Hilfeleistungen und der Steuereinnahmenrückgänge. In $3^1/_2$ Jahren hatte die Bundesregierung über 20 Milliarden $ an Krisenausgaben bewilligt. Diese Beträge wurden nur durch Kreditoperationen aufgebracht. Ihre Deckung durch Anleihen war mit Rücksicht auf Geldflüssigkeit und den sinkenden Zinsfuß nicht schwierig. Denn die Handelsbanken waren infolge der Liquidität, die ihrerseits wieder eine Folge der Einfuhr von Gold nach Amerika war, in der Lage, Staatsanleihen zu kaufen. Das Geld, das der Staat auf diese Weise erhielt, floß an die Banken in Form von Kreditrückzahlungen oder als Einlagen zurück.

Allerdings war die Wirkung der Defizitdeckung durch Aufnahme von Anleihen auf die Wirtschaft nicht so bedeutend, wie sie auf den ersten Blick zu sein scheint. Die Ausgaben für die Krisenbekämpfung bezogen sich hauptsächlich auf Notstandsarbeiten und öffentliche Arbeiten, die keinen großen Einfluß auf die Wirtschaft haben. Der indirekte Einfluß war dadurch beschränkt, daß mit den einkommenden Mitteln Schuldenkredite an die Banken zurückgezahlt werden mußten. Auch trug die Entwicklung der Staatsschuld zu einer nur zögernden Investitionstätigkeit bei. Der Geldausweitung stehen eine Schrumpfung der Kreditansprüche und eine geringe Geldumlaufsgeschwindigkeit gegenüber.

	Einlagen auf Sicht	Geldumlauf	Umlaufsgeschwindigkeit	
1929	18 880[1]	4 773[1]	3,32[2]	100[3]
1932	14 642	5 327	2,42	73
1933	14 191	5 556	2,27	68
1934	17 038	5 404	2,24	67
1935	20 689	5 600		

Mit der Tatsache, daß seitens der Banken der größte Teil der Fehlbeträge in Form von Staatsanleihen aufgenommen wurde,

	in % am Jahresende			
	1929	1934	1935	1936
Kasse und Guthaben bei den Bundesreservebanken und anderen Banken	7,9	22,1	26,2	25,7
Amerikanische Staatspapiere	10,3	33,6	34,0	33,9
Sonstige Wertpapiere	11,6	11,8	10,7	10,6
Effektenkredite	33,0	12,8	11,4	10,8
Handelskredite	37,2	19,7	17,7	19,0

hängt die Art der Anleihen zusammen, die in den letzten Jahren seitens des Schatzamts der Vereinigten Staaten ausgegeben wurde. Die Banken durften, um ihre Liquidität zu wahren, ihre Einlagen nur kurzfristig anlegen, was das Schatzamt nötigte, um den Banken die Anlage zu ermöglichen, überwiegend kurzfristige Anleihen auszugeben, wodurch zwangsläufig eine Änderung in der Zusammensetzung der Fälligkeit der Staatsschuld eintrat (in % der Staatsschuld).

	Obligations	Bills	Certificates	Bonds
30. Juni 1930	74,8	14,8	7,8	1,0
30. Juni 1933	63,1	21,2	9,8	4,2
31. Dez. 1935	48	40,2	0,8	7,9

Ein anderer Grund war wohl auch der verhältnismäßig hohe Zinsfuß für langfristige Anlagen, der am Kapitalmarkt herrschte. Hier war eine eigentümliche Entwicklung vorgegangen. Obwohl die Geldsätze sehr stark gefallen waren, die Kurse für festverzinsliche Anleihen eine dauernde Aufwärtsbewegung bei fallendem Ertrag aufwiesen, stand die Zinshöhe für langfristige Anleihen dazu in keinem Verhältnis.[4] Auch wenn der Staat selbst am Kapitalmarkt die Mög-

[1] Monatlicher Durchschnitt (in Mill. Dollar).

[2] Umlaufsgeschwindigkeit der Kapitalien, gemessen an dem Verhältnis des Nationaleinkommens zum Gesamtbestand der verfügbaren Kapitalien.

[3] Vergleichsziffer: 1929 = 100 nach dem Bericht: Monnaies et Banques 1935/36, S. 38/39.

[4] Nach Wagemann, Zwischenbilanz der Krisenpolitik, S. 27, ist diese Erscheinung auf den Vertrauensmangel in die Stabilität der Währung zurückzuführen. Deshalb sind vor der Auflegung langfristiger Anleihen immer wieder seitens führender Männer Abwertungsgerüchte dementiert worden.

lichkeit hatte, seine Anleihen zu niedrigerem Zinsfuß unterzubringen (auf Grund von Steuerprivilegien usw.) so störte diese Tatsache doch auf der anderen Seite die Gesamtentwicklung des Anleihemarktes, machte es auch unmöglich, daß der Staat auf Grund seiner Anleiheausgaben zinssenkend auf dem Kapitalmarkt auftrat, wie es ihm die Bedeutung des Staatskredits gestattet hätte.

Zeigte zunächst die Rendite der amerikanischen Regierungsbonds auf Grund der Geldverflüssigung und des Steigens der Überschußreserven ein stetiges Fallen, das nur von November 1933 bis Mai 1934 infolge der Goldankaufspolitik einen Rückschlag erlitt, so trat später trotz weiterer hoher Zunahme der Überschußreserven eine wesentliche Senkung nicht ein.

Reserven der Mitgliedbanken und Geldsätze

	Gesamtreserven in Mill. Dollar	Überschußreserv. Schätzung des Bundesreserveamts Mill. $	Durchschn.-Rendite für U. S. Schatzwechsel	Staats-Anleihe
Sept. 1929	2335	34	— a)	3,68
2. Dez. 1931	2073	25	3,25	3,92
28. Dez. 1932	2482	554	0,09	3,31
Sept. 1933	2596	774	0,10	3,20
Dez. 1933	2675	815	0,70	3,53
März 1934	3439	1432	0,08	3,21
Dez. 1934	3961	1678	0,15	2,97
März 1935	4285	1888	0,10	2,69
Aug. 1935	5346	2779	—	2,66

a) für 3—6 Monate.

Immerhin hatte das Verhältnis der Emissionsbeträge der Staats- zu den Privatanleihen die Grundlage für eine aktive Zinssenkungspolitik gegeben. Denn die Anforderungen der Privatwirtschaft an den Kapitalmarkt waren aus verschiedenen Gründen in den ersten Jahren nach 1932 noch schwach. Zunächst hatte der amerikanische Konjunkturaufstieg ein mehr staatswirtschaftliches Aussehen, das erst seit 1935 sich in ein privatwirtschaftliches umzuwandeln beginnt. Dementsprechend hielten sich auch die Neuaufnahmen von Kapital in bescheidenen Grenzen. Hinzu kommt, daß durch die Bankengesetzgebung von 1933 die früher übliche Technik der Industriefinanzierung verboten wurde, die zwar grundsätzlich durch Wertpapieremissionen, aber meist unter Zwischenschaltung von Krediten zur Übernahme von Emissionen erfolgte. Hierdurch wurde die Ausgabe von Privatanleihen erheblich erschwert. Der relativ hohe Zinssatz für Industrieanleihen tat das Übrige, um den Anteil der Privatanleihen an den Emissionen niedrig zu halten. Immerhin war auch hier

ein langsames Fallen zu beobachten. So betrug die Durchschnittsrendite von 60 amerikanischen Anleihewerten.

1932	1933	1934	1935	1936
5,87%	5,62	4,63	4,25	unter 4 (in %)

Übersicht über die Kapitalmarktemissionen (ohne Staatsanleihen)

	Anleihen	Aktien	vorzeitig zurückgezahlt
	in Millionen Dollar		
1929	3 671,6	3 025,1	—
1930	5 453,9	730,7	—
1931	3 271,0	111,7	—
1932	1 328,3	7,0	—
1933	587,8	50,5	338
1934	1 469,9	10,1	632
1935	3 500,7	145,6	2 747
Jan. bis Juli 1935	1 974,2	145,6	1 167
Jan. bis Juli 1936	3 204,8	197,7	2 243

Auch der hohe Anteil der Konversionen an den Emissionen der Staatsanleihen hätte der Umwandlung als einer Maßnahme der Zinssenkungspolitik eine führende Rolle zugewiesen, wenn es der Staat darauf abgesehen hätte, eine Zinssenkungspolitik am Kapitalmarkt zu treiben. Aber die Politik des billigen Geldes sollte ja nicht der Wirtschaft die Aufnahme billiger Kredite ermöglichen, sondern sie bezweckte zunächst die billige Fehlbetragsdeckung mittels kurz- und mittelfristigen Anleihen. Und die Unabhängigkeit des amerikanischen Kapitalmarktes vom Auslande in dem Sinne, daß er sich unbeeinflußt von Zinshöhe und Zinsfall im Auslande entwickele, gestattete eine solche Politik.

Übersicht über die amerikanischen Konversionen
(Verhältnis der staatlichen Anleihen zu den Konversionen)

	1932	1933	1934	1935	1936
staatliche Emissionen,					
davon Konversionen: ca.	40%	41%	60%	70%	—
übrige Emissionen,					
davon Konversionen: ca.	24%	32%	34%	70%	76%

Unter diesen Umständen hatte die Durchführung der Konversionen nur das Ziel, den Anleihedienst für die Staatsschuld herabzusetzen und damit den Haushalt zu entlasten. Und in dieser Hinsicht spielte die Konversionsfrage keine große Rolle, weil die Zinssätze der amerikanischen Staatsanleihen durch die kurz- und mittelfristige Unterbringung niedrig lagen. Eine zinssenkende Wirkung auf den langfristigen Anleihemarkt war solange nicht möglich, wie

noch die Konversionen zum großen Teil mit kurz- und mittelfristigen Anleihen durchgeführt wurden.

Was die in der Zeit von Mitte 1933 bis Anfang 1935 durchgeführten Konversionen der $4^1/_4$%igen 4. Liberty Loan anlangt, von der sechs Milliarden Dollar ausstanden, so ging der Plan des Schatzamts dahin, von dem ersten Teilbetrag von rund 1880 Mill. $ 500 Mill. $ zurückzuzahlen, für den Rest sollte eine Umwandlung in zehn- bis zwölfjährige Schatzbonds stattfinden. Mit der Konversion erklärten sich aber nur rund 900 Mill. $ einverstanden, sodaß ein Betrag von 480 Mill. $ noch ausstand. Die Ursache dieses Mißerfolges ist in der Währungsunsicherheit, der weiteren Erhöhung des Haushaltfehlbetrages und der Staatsschuld zu suchen. Nachdem sich infolge der vorläufigen Stabilisierung des Dollar Anfang 1934 eine Beruhigung angebahnt hatte, wurde für die erste Tranche nochmals ein Konversionsangebot erlassen, und zwar der Umtausch in 3,25%-ige Treasury Bonds (1944—46). Rund 827 Mill. $ wurden konvertiert, sodaß der konvertierte Gesamtbetrag ca. 1728 Mill. $ betrug. Der zweite Abschnitt derselben Anleihe wurde zu 18% nicht konvertiert. Bemerkenswert ist hierbei, daß von den angebotenen 2,5%igen Schatz-„Notes" (vierjährig) fast 600 Mill. $ gezeichnet wurden, während von den 3,25%igen zehn- bis zwölfjährigen Bonds nur 425 Mill. $ zur Ausgabe gelangten. Rund 193 Mill. wurden zurückgezahlt. Die 3. Tranche von 1869 Mill. $ wurde im März 1935 gegen $2^7/_8$%-ige langfristige Schatzbonds umgetauscht, und zwar 1558 Mill. $. Der Rest wurde ausgezahlt. Bei dieser Umwandlung war also die Umwandlung auch in mittelfristige Anleihe nicht möglich, was den Mißerfolg erklärt. In die Mitte des Jahres 1935 fallen zwei Konversionen, die der 4. Tranche der 4. Liberty Loan und die der 1. Liberty Loan. Hier wurde der bei dem Umtausch des 3. Abschnitts der 4. Liberty Loan unterbrochene Brauch, mittel- und langfristige Anleihen im Umtausch anzubieten, fortgesetzt. Bei dem Umtausch in langfristige Bonds war die ungünstige Kursentwicklung der Staatsanleihen äußerst hinderlich. Der 2,75%ige Typ war mit Rücksicht auf die noch unter Pari stehenden $2^7/_8$%igen Anleihen etwas gewagt. Die Störung am langfristigen Anleihemarkt rührte zum großen Teil daher, daß das Schatzamt die $2^7/_8$%igen Bonds in kleinen Abschnitten zu je 100 Mill. $ herausbrachte, und zwar ohne bestimmten Auflegungskurs, und sie an den „meistbietenden Käufer" im Versteigerungswege aufbot. Immerhin waren dieErgebnisse dieser Konversion nicht allzu ungünstig.

Schon im November 1935 war aber die Schwierigkeit überwunden, wie das Ergebnis der großen amerikanischen Regierungsanleihe von 1,3 Mrden. $ beweist, die, in Anleihetypen von 2,75% zehn- bis zwölfjährig und 1,5% fünfjährig herausgegeben, innerhalb von 24 Stunden fünffach überzeichnet wurde. Dasselbe Ergebnis hatte die Ausgabe von 1,25 Mrden. Dollar neue Staatsanleihe im März 1936; die zur Ausgabe gelangenden 650 Mill. 2,75%igen Bonds (zwölf- bis

fünfzehnjährig) und 600 Mill. $ 1,5%igen Treasury Notes (fünfjähr.) wurden nicht weniger als sechsfach überzeichnet.

Im Frühjahr 1936 gingen die Banken dazu über, auch langfristige Anleihen in ihr Portefeuille zu nehmen.[1] Gleichzeitig änderte sich bei den Konversionen das Verhältnis der langfristigen zu den mittel- und kurzfristigen Anlagen sehr wesentlich, was wohl in der Politik der Banken seine Begründung finden dürfte, die die Konversion ihrer Titel in langfristige Anleihen betrieben.

Eine gewisse Änderung in der Kapitalmarktlage trat zu Beginn des Jahres 1937 ein, als mit der Erhöhung der Pflichtreserven[2] eine scharfe Liquidierung der Staatsanleihebestände der amerikanischen Banken erfolgte. Von Mitte Juni 1936 bis Mitte Juni 1937 waren die Wertpapierbestände der Mitgliederbanken des Federal Reservesystems um 1622 Mill. $ zurückgegangen. Wenn auch die Abstoßunng von Staatsanleihebeständen durch die Banken zu einer zweckmäßigeren Unterbringung der Anleihen bei Gesellschaften und Privatpersonen geführt hat, was einen Rückgang der Bankeinlagen um 1,14 Mrden. $ = 3% im ersten Viertel von 1937 zur Folge hatte, so ist doch eine Stockung am Emissionsmarkt eingetreten. Die Unterbringung eines 2,5%igen Anleihetyps erscheint unter den gegebenen Umständen unmöglich.

Die Entwicklung der Rendite der Staatsanleihen zeigt folgende Übersicht:

1932	1933	1934	1935	1936	Jan. 1937	April 1937
3,66	3,31	3,10	2,69	2,47	2,29	2,74

(nach „The Economist", Trade Supplement, 28. 8. 1937).

Diese nach der kräftigen Belebung des Emissionswesens in den letzten Jahren bei sinkendem Zinsfuß auftretende Ermüdungserscheinungen machen sich eigentlich nur in einem Rückgang der Konversionen bemerkbar, während die Neuauflegung von Kapitalien bei Anziehen des Kapitalmarktzinses eine weitere Erhöhung im Vergleich zum Vorjahre erfahren hat.

	1935	1936 Januar bis Juli	1937
Neuemissionen	601	966	1544
Konversionen (in Mill. $)	2063	3008	1489

Im Gegensatz zu England ist die Zinsverbilligung auf dem amerikanischen Kapitalmarkt ausländischen Schuldnern nur in sehr beschränktem Maße zugute gekommen. Neben dem Johnson-Act von 1934, der amerikanischen Bürgern und Gesellschaften verbietet, Kre-

[1] Offenbar ist hier die feste Kurslage der Staatsanleihen ein maßgebender Grund gewesen.
[2] Die Erhöhung der Pflichtreserven fand statt: am 15. 8. 1936, am 1. 3. und 1. 5. 1937.

dite an solche ausländischen Regierungen zu geben, die mit ihren Zinszahlungen der amerikanischen Regierung gegenüber in Verzug sind, hemmt auch der Securuties-Act von 1933, der bestimmte Richtlinien bezüglich der Auflegung ausländischer Anleihen gibt, die Inanspruchnahme des amerikanischen Kapitalmarkts durch Ausländer. Beide Vorschriften sind die Folge der Enttäuschung, die Amerika beim Ausbruch der Weltwirtschaftskrise mit seinen an das Ausland gegebenen und notleidend gewordenen Anleihen erlebte. Den Rückschlag zeigt deutlich die nachstehende Übersicht:

Auslandsemissionen in Mill. $	Neues Kapital	Fundierungen
1928	1319	258
1929	758	22
1930	1009	127
1931	254	14
1932	26	40
1933	—	62
1934	—	61
1935	—	76

An Konversionen ausländischer nicht notleidender Anleihen seit 1934 sind folgende erwähnenswert:

Zeit	Anleihenehmer	Betrag	Zins	Laufzeit	Aufl.-Kurs
1934	Finnland	10 Mill. $	4 %	2—6 Jahre	— a)
—	Kanada	60 „ $	1,5 %	1,5 „	— a)
1935	Kanada	76 „ $	2,5 %	10 „	— a)
1936	Norwegen	17 „ $	4,5 %	20 „	100
—	Norwegen	31,5 „ $	4,25 %	29 „	97,5
—	Argentinien	23,5 „ $	4,5 %	35 „	92,5
1937	Norwegen	29 „ $	4 %	26 „	98,25
—	Argentinien	70 „ $	4 %	35 „	91,0

a) vermutlich nur Refundierungen; keine Konversionen in dem Sinne, daß die aufgenommenen Anleihen auch zum Umtausch gekündigter Anleihen dienten.

Wenn man die Bedingungen, unter denen die Konversionen der Auslandsanleihen erfolgten, vergleicht, so muß man feststellen, daß sich hinsichtlich des Zinssatzes nur für die beiden letztgenannten Anleihen eine Besserstellung des Schuldners ergibt, während die Laufzeit schon 1936 eine wesentliche Erhöhung erfahren hatte.

Argentinien[1]

Die in Argentinien vorgenommenen Konversionen waren teils kreditpolitische Maßnahmen selbst, teils die unmittelbare Folge des seit

[1] The Economist, 1936, 8. Februar, Argentine Supplement; Bulletin d' information de la Banque Nationale de Beligique 1936, S. 127; „Economia" Jg. 1936. E. Wagemann, Wirtschaftspolitische Eindrücke aus Nord- und Südamerika. 1936. — Berichte des Banco de la Nacion Argentina, Jg. 1934.

1933 sinkenden Zinsfußes in Argentinien, Großbritannien und Nordamerika, auf deren Kapitalmärkten hauptsächlich die äußere Schuld Argentiniens untergebracht war.

Den Konversionen gingen zahlreiche staatliche Eingriffe in die Wirtschaft voraus, die sowohl agrar- wie finanzpolitischer Natur waren und die Wiederaufrichtung des seit 1930 schwer kämpfenden Landes bezweckten.

Argentinien ist seiner Struktur nach ein Agrarland und ein international verschuldetes Land. Es ist also doppelt auf den Handelsverkehr mit dem Ausland angewiesen und zwar, um seine Waren zu verkaufen, um Industrieerzeugnisse zu kaufen und um seine Schulden zu bezahlen.

Die Krise hatte drei Ursachen, deren Beseitigung zunächst auch die Hauptbedingung für den Wiederaufbau sein mußte:

a) Der Staat litt seit Jahren bereits an einem Haushaltfehlbetrag: (in moneda nationál)

1930	1931	1932	1933	1934	1935	
— 329	— 90,4	— 27,4	— 20,5	— 0,6	+ 20	(Mill. Pesos)

(nach „Economia", S. 175).

Dadurch, daß dieser Fehlbetrag immer wieder durch Kredite gedeckt werden mußte, entstand eine Art Kreditinflation, die ihrerseits künstlich eine Einfuhrsteigerung hervorrief, bezw. eine Schrumpfung der Einfuhr im Verhältnis der Schrumpfung in der Ausfuhr verhinderte, was wieder die Zahlungsbilanz in ungünstiger Weise beeinflußte. Die übersteigerte Einfuhr und die Kreditexpansion bedingten die Währungsentwertung.

b) Gleichzeitig ging aber auch die Ausfuhr Argentiniens nicht nur mengen-, sondern auch ertragsmäßig zurück, was bei der großen Außenhandelsabhängigkeit von den verheerendsten Folgen begleitet war.

c) Schließlich waren auch Fehler in dem Finanz-, Kredit- und Geldwesen Argentiniens vorhanden, die gerade bei einer Krise am deutlichsten in Erscheinung zu treten pflegen. Es mag darauf hingewiesen sein, daß Argentinien ein in der Entwicklung begriffener Staat ist und daß, um die Naturschätze des Landes zu heben, hohe Beträge an Auslandskapital in das Land geflossen sind. Die bisher für die Ausfuhr erzielten hohen Preise schufen im Lande einen wirtschaftlichen Aufschwung, der einerseits zu steigenden Preisen im Grundbesitz, andererseits zu steigenden Einnahmen der Regierung führte. Letztere richtete ihre Ausgabenwirtschaft nach den auch weiterhin erwarteten hohen Einnahmeeingängen und schuf damit für die Krise auch von sich aus eine Ursache. Ferner machte sich vor allem das Fehlen einer Führung im argentinischen Bankwesen, die Zusammenfassung aller finanziellen Kräfte unter einer

einheitlichen Leitung zum Wohle des argentinischen Wirtschaftslebens bemerkbar. Infolge Fehlleitung der Kredite gerieten Banken bei Beginn der Krise infolge des Einfrierens der Guthaben in Schwierigkeiten. Bei einem Rückgang der Wirtschaftskredite hatten die staatlichen Kreditansprüche dagegen zur Regelung des Schuldendienstes eine Erhöhung erfahren. Die Anleiheaufnahme der Provinzen, die bisher ohne staatliche Aufsicht und ohne jede Rücksichtnahme auf gesamtwirtschaftliche Interessen betrieben worden war, hatte den Anleihemarkt, vor allem im Auslande, für argentinische Werte unzugänglich gemacht. Ebensowenig konnte eine gewisse Einheitlichkeit in der Erhebung von Steuern nach Art und Höhe in den Provinzen festgestellt werden, sodaß auch hierdurch die Gesamtwirtschaft Argentiniens gelähmt wurde.

Im Oktober 1931 verbot die Regierung die Ausfuhr von Gold und Devisen, gestattete sie vielmehr nur für Zahlungen der ausländischen öffentlichen Schuld, sodaß die Krisenjahre über — sehr im Gegensatz zu anderen südamerikanischen Staaten — der Dienst für die Staatsschuld[1] regelmäßig entrichtet wurde. Mit dem Verbot bezweckte sie, die wachsenden Anforderungen an den Devisenmarkt einzuschränken und den Fehlbetrag in der Zahlungsbilanz auszugleichen, zugleich aber auch durch einen pünktlichen Anleihedienst günstige Vorbedingungen für die Aufnahme späterer Anleihen auf ausländischen Kapitalmärkten zu schaffen. Die Einfuhr wurde unter diesen Umständen durch Auslandskredite teilweise finanziert.

Um der durch die starken Goldentnahmen hervorgerufenen Verringerung des Notenumlaufs zu steuern, auch die Ende 1930 besonders angespannte Geldmarktlage zu erleichtern, wurde die „Caja de Conversión" im April 1931 unter Beschränkung auf 200 Mill. Papierpesos und im August 1931 unbegrenzt seitens der Regierung zur Rediskontierung von Handelswechseln ermächtigt. Der Zweck der Rediskontierung, die gesamte Kreditwirtschaft anzukurbeln und die Abwicklung der alten Geschäfte zu erleichtern, wurde damit erreicht, ohne auf der anderen Seite inflationistisch zu wirken, wie es der Notenumlauf beweist. Im übrigen trugen die Schrumpfung des Geschäftsumfanges und die gesparten, auf Überweisung nach dem Ausland harrenden Guthaben zur Geldmarktverflüssigung bei.

Bemerkenswert, als Folge der sinkenden Weltmarktpreise und der Schrumpfung der Einfuhr, die mit auf die Industrialisierungsbestrebungen Argentiniens zurückgeht, ist die Tatsache, daß nach der Pesoentwertung zunächst eine Steigerung der Inlandpreise nicht eintrat.

Den Hauptausschlag für die wirtschaftliche Gesundung des Landes bildete die Konjunktur auf dem Weltmarkt, die damit verbundene Ausfuhrsteigerung zu erträglichen Preisen.

[1] Man unterscheidet eine Staatsschuld, sowie eine Provinzial- und eine Stadtschuld.

Wie auch in anderen Ländern war die Folge des Fallens der Agrarpreise ein Sinken des Wertes der Realvermögen. Die in den guten Jahren aufgenommenen Kredite erdrückten in der Zeit schlechter Wirtschaftslage viele Schuldner, was ein Überangebot auf den Grundstücksmarkt und ein weiteres Sinken der Grundstückspreise zur Folge hatte. Hier griff die Regierung durch Zinsherabsetzungen ein.

Den Beginn der Zinsherabsetzungen machte eine kreditpolitische Maßnahme der Regierung, die am 26. September 1933 (Gesetz Nr. 11741) für drei Jahre ein Hypotheken-(Schuldner-)Moratorium verkündete und den Hypothekenzinsfuß einheitlich auf 6% herabsetzte. Zwangsläufig erfolgte durch einen Regierungsbeschluß die Durchführung der Konversion sämtlicher Serien der 6%igen Cédulas del Banco Hipotecario Nacional und der 5%igen Cédulas Serie K in 5%ige steuerfreie Cédulas mit 1%iger jährlicher Amortisierung. Bei Anmeldungen zum Umtausch bis zum 29. November 1933 wurde den Besitzern 1% bar vergütet. Stillschweigen galt als Zustimmung zur Konversion. Von den 1338 Mill. Pesos in Umlauf befindlichen Cédulas zu 6% und 5% des Banco Hipotecario Nacional wurden nur 22,716 Mill. zur Barrückzahlung angemeldet. Die Konversion war demnach von Erfolg begleitet, da nur 1,6% des Betrages nicht konvertiert wurde, was auch die weitere Entwicklung der Kurse der Cédulas beweist:

	Cédulas	Titulos	Bonos 1)
Dezember 1929	96,85	94,60	92,12
Dezember 1930	97,01	95,79	94,40
Dezember 1931	90,81	87,58	88,58
Sept. 1932	90,01	81,68	85,66
Sept. 1933	86,00	86,18	89,82
Sept. 1934	90,68	92,78	97,97
Sept. 1935	94,59	95,33	100,06
März 1936	99,10	98,55	102,65

1) Bonos Hipotecarios del Banco de la Prov. de Buenos A.

Die jährlichen Ersparnisse stellten sich bezüglich des Zinses auf auf 26 Mill. Pesos, bezüglich der Amortisierung auf 2 Mill. Pesos.

Im gleichen Zeitabschnitt — am 11. 11. 1933 — erfolgte auch die durch das Fallen des Zinsfußes gerechtfertigte Konversion der inneren Schuld, die mit 6%, 5,5% oder 5% verzinst wurde. Von für 1598,2 Mill. Pesos[1] in Umlauf befindlichen Anleihen wurden 1516 Mill. Pesos konvertiert; 82,2 Mill. wurden in bar zurückverlangt, was einen Prozentsatz von 1,6 ausmacht. Die Ersparnis für 1934 betrug an Zins 16 Mill. m$n, an Amortisation 14,2 Mill. m$n.[2]

[1] Pesos = m$n (moneda nacional).
[2] Bericht der Banco de la Nación Argentina, 1934, S. 61.

Die Möglichkeit dieser Konversion hatte mittelbar das „Roca"-Abkommen gegeben, das zur Auftauung des ausländischen, bei der Konversionskasse hinterlegten Betrages von rund 300 Mill. Pesos die Ausgabe verschiedener ausländischer Anleihen vorsah: Im wesentlichen wurden folgende Anleihen aufgelegt:

Betrag	Zins	Laufzeit	Amortisierung	Ausgabedatum
Fr. 100 213 323 a)	4%	20 Jahre	Auslosung 5% jährl.	25. 10. 1933
£ 13 526 400	4%	20 Jahre	Ziehung 5% jährl.	25. 10. 1933
$ 23 337 134 b)	2%	15 Jahre	Auslosung 4% jährl.	16. 12. 1932
Fr. 100 316 545 a)	4%	20 Jahre	Auslosung 5% jährl.	8. 1. 1934
£ 1 293 600	4%	20 Jahre	Auslosung 5% jährl.	16. 1. 1934

a) Frs. suisses b) nordamerikanische Dollar.

Diese 300 Mill. Pesos kamen nun der argentinischen Regierung zugute, die eine wertvolle Stütze bei den Konversionen darstellten.

Die nun folgenden Jahre 1934—1937 sind völlig der Neuordnung des Finanz- und Geldwesens gewidmet. Nachdem sich eine bedeutende Erholung angebahnt hatte, nahm die Regierung 1935 entscheidende Reformen vor.

Am 28. März 1935 schritt die Regierung zur Gründung eines Zentralbankinstituts, des „Banco Central de la Republica Argentina", dem die folgenden Aufgaben obliegen sollten:

a) die Ansammlung genügender Reserven, um die Nachwirkungen der Schwankungen in der Ausfuhr und in der Anlage ausländischen Kapitals auf die Währung, den Kredit und die wirtschaftliche Tätigkeit auszugleichen.

b) die Regelung des Kredits und des Zahlungsmittelumlaufs und zwar unter Anpassung an den tatsächlichen Umfang der Geschäfte.

c) die Förderung der Liquidität und der störungsfreien Bereitstellung von Bankkrediten, die Durchführung der Bestimmungen über die Beaufsichtigung, Nachprüfung und Leitung der in dem Bankengesetz genannten Banken.

d) Berater und Finanzmann der Regierung in den Angelegenheiten des äußeren und inneren Kredits und in der Ausgabe und in der Beobachtung der öffentlichen Anleihen.[1]

Ein weiteres Gesetz[2] legte den Banken gewisse Bedingungen bezw. Beschränkungen in ihrer Tätigkeit auf: Es schreibt zunächst vor, daß jede Bank immer einen inländischen Kassenbestand von mindestens 16% der täglich fälligen Einlagen und von 8% der Einlagen auf Zeit unterhalten muß. Ferner verbietet es den Erwerb von Liegenschaften und von Aktien sowie von Obligationen und die unmittelbare oder mittelbare Beteiligung an Unternehmungen jeglichen Charakters und gestattet den Banken nur den Besitz von Liegenschaften für ihren Zweck. Es setzt weiterhin den Zinssatz für Ein-

[1] No. 12155, [2] No. 12156.

lagen auf Sicht und Sparkonten in ein bestimmtes Verhältnis zu dem Rediskontsatz. Zugleich bestimmt es die Beaufsichtigung der Banken in bestimmten Zeitabständen, die Nachprüfung ihrer Bilanzen, die den Aufsichtspersonen des „Banco Central de la Republica Argentina" übertragen ist. Die in dem Gesetz aufgeführten Banken durften entweder nur reine Bankgeschäfte betreiben oder sich nur mit der Begebung von Hypotheken und der Anlage von Vermögenswerten befassen.

Gleichzeitig schuf ein anderes Gesetz[1] den „Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias", der von den Banken die unverwertbaren Immobilien oder festgefrorenen Anlagen erwerben und sie allmählich an die veräußern sollte, die die Gewähr für den höchsten Ertrag boten, wobei man, wenn es sich um Landverkauf handelte, der Seßhaftmachung von Farmerfamilien den Vorzug geben wollte.

Daneben wurde auch bestimmt, daß die Einlagen der Banco Espanol del Rio de la Plata, Ernesto Tornquist & Cia Ltda., Banco el Hogar und Banco Argentino Uruguayo auf den neugegründeten „Banco Espanol del Rio de la Plata Soc. Anón. Ltda." übergingen.[2]

Im Zuge der Durchführung dieser Gesetze, wobei noch besondere Erlasse über die Art des Überganges der Aktiven und Passiven der aufgelösten „Caja de Conversion" auf den „Banco Central", und über den Betrag des Reservefonds des „Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias" ergingen, wurde auch über die Tilgung der staatlichen Kredite beim „Banco de la Nación Argentina" befunden, der auch den anderen Banken bei der Kreditkrise Hilfe geleistet hatte.

In dieser Zeit war die Ende 1933 begonnene Reihe von Konversionen nicht abgerissen. Die Tatsache, daß die argentinische Regierung auch in den Krisenjahren den Dienst der äußeren und inneren Staatsanleihen pünktlich aufrecht erhielt, kam Argentinien bei seinen Anleihekonversionen, besonders im Auslande, zugute. Eine weitere nicht unwesentliche Unterstützung bei der Herabsetzung des Zinssatzes der Anleihen bot die Entwicklung auf den Londoner und New Yorker Kapitalmärkten.

In diesem Zusammenhang bemerkenswert ist der gerade in der letzten Zeit starke Zustrom europäischen, insbesondere französischen Anlage- und Fluchtkapitals, der sich in einer Erhöhung der Goldeinfuhr ausdrückt. Damit wurde es Argentinien möglich, einen Teil seiner äußeren Schuld[3] in eine innere Schuld zu verwandeln. So löste

[1] No. 12157.
[2] Bulletin d' information de la Banque Nationale de Belgique 1936, S. 127.
[3] Die Entwicklung der Schuld Argentiniens war folgende:

	1931	1936	
langfristige äußere Schuld	994,2	1010,7	
langfristige innere Schuld	1403,8	2831,1	
schwebende Schuld	1397,0	103,9	
Schuld der Provinzen	1186,0	1131,4	
Schuld der Städte	491,9	559,4	
	5473,8	5636,6	in Mill. Pesos argent.

es in bar folgende, auf dem New Yorker Kapitalmarkte untergebrachten Anleihen ab: (auf nordamerikanische Dollar lautend)

Nov. 1936	6 %ige Argent. Staatsanleihe	(1959)	35 820 000
Jan. 1937	6 %ige Argent. Staatsanleihe	(1961)	22 658 000
Jan. 1937	5,5%ige Argent. Staatsanleihe	(1962)	16 933 500

und nahm dafür im Mai 1937 eine 4%ige innere Anleihe auf, deren aufgelegter Betrag von 200 Mill. Pesos stark überzeichnet wurde.

Australien[1]

Kaum ein anderes Land hat unter der Weltwirtschaftskrise mehr gelitten als gerade Australien. Die Gründe hiefür lagen hauptsächlich teils in der Struktur des Landes als Agrarland, teils in den besonderen inneren Verhältnissen vor dem Ausbruch der Krise.

Als Rohstoffland war und ist Australien besonders auf die Ausfuhr zu erträglichen Preisen angewiesen, die nach den besten Jahren 1927/28 mengen- und wertmäßig außerordentlich sank. Die an sich schon fühlbare hohe äußere und innere Verschuldung wurde nun dadurch besonders drückend. Hinzukam noch der Umstand, daß sich die damalige Regierung zu einer den Verhältnissen angepaßten Lohn- und Preispolitik nicht entschließen konnte und sich einer Senkung widersetzte.

Die Schwierigkeiten entstanden, als die australische Regierung nicht mehr wie früher den Anleihedienst durch Aufnahme neuer Anleihen im Auslande durchführen konnte, sondern auf den Ausfuhrerlös zurückgreifen mußte, der aber mit der Schrumpfung der Ausfuhr ebenfalls zurückging.

	Großhandelspreise (1911 = 100)			Woll-Ausfuhr	Reserven an Auslandsdevisen in Australien.	
	Wolle	Weizen	Butter	in ebs	Mill. £	Mill. Gold-£
1929	162	140	204	763	92,8	
1930	109	110	172	699	36,5	29,6
1931	105	70	154	769	27,2	
1932	96	88	140	775	39,9	29,6
1933	127	82	124	850	46,4	32,0
1934	147	77	133	736	68,2	42,1

(nach Gifford, a. a. O., S. 149)

Zunächst beschränkte man sich auf Zollerhöhungen und Einfuhrverbote, und am 17. Februar 1929 wurde der Goldstandard aufgege-

[1] J. L. K. Gifford, Die Devalvation in Australien und Neuseeland in Weltwirtsch. Archiv, Bd. 43, Heft 1, S. 149 ff; Douglas Copland, Australia in the World-Crisis, 1934; Frederic C. Bekham, the Prosperity of Australia, 1930; Foreign Policy Reports, Vol. VII, S. 259 ff., New York. — Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches, 1934, Heft 4, S. 158.

ben. Die Entwertung des australischen Pfundes geht aus der folgenden Tabelle hervor:

(für 100 engl. £: in austral. Pfunden)[1]

1926	9. 6.	99.18.9,	1930	24. 3.	106. 6.3
1927	20. 4.	100. 6.3,	—	9. 10.	108.15.0,
1928	19. 3.	100.15.0,	1931	6. 1.	115. 6.3,
1929	22. 7.	101. 0.0,	—	13. 1.	118. 3.9,
1929	18. 12.	101.17.6,	—	17. 1.	125. 5.0,
1930	28. 1.	102. 6.3,	—	29. 1.	130. 5.0,
—	17. 2.	102.16.2,	—	3. 12.	125. 3.0,
—	10. 3.	103.16.3,	(Durchschnitte des An- und Verkaufskurses austral. Banken)		

Die Abwertung ging also im Jahre 1930 niemals über 10% des Wertes hinaus.

Mitte 1930 endlich entschloß sich die neue Regierung zu einer Beschränkung der Haushaltsausgaben, einer Gehalts-, Lohn- und Pensionskürzung, Erhebung von neuen Steuern, Senkung der Bank- und Sparkassenzinsen für Einlagen und später zu einer Zinskonversion der öffentlichen Anleihen um 22,5 v. H. In diesem Falle geschah die Konversion offensichtlich dazu, den Haushalt durch Kürzung des Anleihedienstes zu entlasten und eine deflationistische Politik einzuschlagen.

Zunächst waren infolge einer Anregung seitens der Regierung die Zinssätze bei den Banken herabgesetzt worden.

Zinssätze für feste Depositen bei den australischen Scheckbanken
(v. H. für das Jahr)

zum 25. 6. 1931	4,5	5,25
26. 6.—26. 11. 1931	3,5	4,25
27. 11.—7. 3. 1932	3,0	4,00
8. 3. — Mai/Juni 1932	2,5	4,00
Mai/Juni — 31. 10. 1932	2,5	3,50
1. 11. 1932 — 6. 2. 1933	2,25	3,25
7. 2. 1933 — 11. 4. 1934	2,0	3,00
seit dem 12. 4. 1934	2,0	2,75

(Gifford, a. a. O. S. 155).

Das Konversionsgesetz vom 6. August 1931 rief die folgenden inneren Anleihen zur Herabsetzung des Zinsfußes auf:

Anleihen der Bundesregierung	222 930 000 £
Anleihen der Staaten	333 070 000 £
	556 000 000 £

Zur Konversion wurden die folgenden Anleihetypen geschaffen:

[1] nach Gifford, a. a. O. S. 142.

a) Australian Commonwealth Inscribed Stock
b) Australian Commonwealth Treasury Bonds
c) Debentures

und zwar solche zu einem jährlichen Verzinsungssatz von 4%, $3^7/_8$% und 3%, um zugleich auch eine gewisse Einheitlichkeit in die Zinssätze zu bringen, deren Verschiedenartigkeit aus der nachfolgenden Aufstellung[1] hervorgeht. Sie betrifft die konvertierten Anleihen:

Zinssatz	Bundesschulden	Staatenschulden	Gesamt:
		in Mill. £	
3 %	—	11,7	11,7
3,5 %	3,9	11,9	15,8
3,75%	0,8	3,1	3,9
4 %	3,8	11,2	15,0
4,25%	—	0,5	0,5
4,5 %	—	9,9	9,9
4,75%	—	0,6	0,6
5 %	9,9	34,9	44,8
5,25%	92,3	107,7	200,0
5,5 %	67,1	53,2	120,3
5,75%	—	2,1	2,1
6 %	73,0	54,7	127,7
6,5 %	—	3,5	3,5
über 6,5%	0,2	—	0,2
	251,0	305,0	556,0

Entsprechend dem Grundsatz, daß die Kürzung einheitlich 22,5 v. H. betragen solle, dies aber bei den drei Verzinsungstypen nicht ohne weiteres hätte erfolgen können, wurden durch entsprechende Zuschläge oder Abzüge die Differenz ausgeglichen. Allgemein wurden für Titel mit bisher

a) mehr als 5% Verzinsung 4%ige Titel gegeben,
b) 5%iger Verzinsung $3^7/_8$ oder 4%ige Titel gegeben,
c) weniger als 5%iger Verzinsung 3%ige Titel gegeben.

Die Umtauschfrist lief vom 10. 8. bis 31. 8. 1931 und endete mit einem vollen Erfolg der Konversion.

Von 557 998 904 £[2] wurden nur 16 655 709 £ zur Rückzahlung angemeldet,[3] d. h. 97% freiwillig konvertiert. Dazu hatten sich 31 Mill. £ stillschweigend zur Konversion bereit erklärt. Mit Rücksicht auf

[1] aus: Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches, 1934, Heft 4, S. 158.

[2] Der wirklich zur Konversion gekommene Betrag waren 557 Mill. Pfund. In dieser Hinsicht schwanken die Angaben zwischen 556 und 557 Mill. Pfund. Vgl. Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches, 1934, Heft 4, S. 158.

[3] Zunächst hatten 17,6 Mill. Pfund die Rückzahlung verlangt; daraufhin wurde den Besitzern nochmals eine Frist von einer Woche eingeräumt, in der sich weitere 0,9 Mill. Pfund zur Konversion entschlossen.

den geringen nichtkonvertierten Betrag entschloß sich die Regierung, die 16,655 Mill. £ zwangsweise zu konvertieren.

Die durch die Konversion erzielten Veränderungen in den Zinssätzen und dem Anleihedienst sind in der folgenden Tabelle ersichtlich:

Durchschnittszinssatz in %

	der Gesamtschuld	der Staatsschuld allein
30. 6. 1931	5,34	5,24
30. 6. 1932	3,94	3,93
30. 6. 1933	3,80	3,75
30. 3. 1934	3,78	3,71

Der Zinsendienst betrug vor der Konversion für den Commonwealth Stock 12,2 Mill. £, für die Anleihen der Staaten 17,5 Mill. £. Durch die Konversion ermäßigte sich der Betrag auf 6,5 Mill. £.

Die Entwicklung der Anleihekurse kann allerdings nicht als entscheidender Maßstab dafür angeführt werden, daß die Konversion an sich den Umständen entsprechend am Platze war. Denn alle diese Maßnahmen im Rahmen der Krisenpolitik wurden in der Folgezeit wirksam durch die Besserung der Wirtschaftslage unterstützt, die durch die Wiederbelebung der Ausfuhr bei steigenden Preisen hervorgerufen wurde. Die Konferenz von Ottawa, die Australiens Ausfuhrmarkt seit 1932 in England erweiterte, und der steigende Bedarf an Rohstoffen auf dem Weltmarkte sind in erster Linie zu nennen.

Von gewisser Bedeutung für die Beurteilung des Kapitalmarktes nach der Konversion sind deshalb auch die Bedingungen, zu denen Australien auf dem inländischen Kapitalmarkt in den folgenden Jahren Anleihen auflegte und welche Erfolge hiermit erreicht wurden.[1]

Zeitpunkt	Zinssatz in %	Betrag in Mill. £	Laufzeit bis	Erfolg	Ausgabekurs
1933	3,75	9,000	1947	mäßig	98,5
1934	3,0	15,046	1948	mäßig	99,75
1935	$3^3/_8$	12,502	1949	mäßig	99,5

Bezeichnend für diese Anleihen war es, daß im allgemeinen nach ihrer Begebung der Kurs zu sinken begann, ein Zeichen für einen zu hohen Ausgabekurs. Die Festsetzung des Zinssatzes erfolgte nicht unabhängig vom Weltzins. Hierbei kamen Australien naturgemäß das allgemeine Sinken des Zinsfußes auf dem Weltmarkt sehr zu statten. Bemerkenswert ist aber, daß gerade langfristige Anleihen ebenso wie Konversionen weniger Anklang fanden, sogar zu Mißerfolgen führten, weil sich das Kapital — in der Hoffnung auf eine baldige

[1] nach Angaben im „Economist".

Zinserhöhung —, zu einer langfristigen Bindung zu niedrigen Zinssätzen nicht verstehen konnte. Diese letztgenannte Erscheinung trat in der letzten Zeit besonders bei den Konversionen auf, die Australien auf dem Londoner Markt hinsichtlich seiner englischen Anleihen durchführte.

Bekanntlich sank auf dem Londoner Kapitalmarkt seit 1932 der Zinssatz beträchtlich; und da einerseits Australiens Wirtschaftslage seit 1932 eine wesentliche Besserung aufwies, andererseits auch aus politischen Gründen (Unterstützung der Dominien durch das Mutterland) England seine finanzielle Hilfe nicht versagen wollte, so begann im Oktober 1932 eine Reihe von Konversionen australischer Anleihen, die zunächst von Erfolg begleitet waren, zuletzt aber bei den langfristigen Konversionen scheiterten. So wurden von der Januar 1935-Anleihe nur 39% durch Konversion gezeichnet, mit der Januar 1936-Anleihe nur 50% konvertiert, während das Gesamtergebnis der Konversionen leider unbekannt ist.

Jedenfalls ist die Anleihepolitik Australiens auf dem Londoner Markt völlig von den Verhältnissen dieses Marktes abhängig und auch den Einflüssen unterworfen, die vom englischen Schatzamt ausgehen und durch Verknappung der kurzfristigen Anlagen eine Bevorzugung der mittel- und langfristigen Anleihen durchsetzen wollen. Diese Absicht hat jedenfalls nicht den gewünschten Erfolg gezeitigt, wie es sich gerade bei der Entwicklung der australischen Konversionsanleihen zeigt. Der Zinsfuß von 2,75% der Konversionsanleihe im Juni 1936 hat im Laufe des Jahres 1937 eine bedeutsame Erhöhung bei den weiteren Konversionsanleihen erfahren, wie sich aus der nachstehenden Übersicht ergibt:

1937	Konvertierte Anleihe	Betrag in Mill. £	Konvertiert in	Kurs	Laufzeit
Juni	5,5%ige Anleihe	12,360	3,5% Anleihe	96,5	1950/52
Nov.	verschiedene Anleihen (Neusüdwales, Südaustralien und Tasmanien).	11,409	3,5% Anleihe	97	1953/54

Das Ergebnis der erstgenannten Anleihe (Juni 1937) war ein mäßiges. Der Erfolg der zweiten Konversionsanleihe ist noch nicht bekannt worden. Die Erhöhung des Zinssatzes und die Senkung des Ausgabekurses lassen keinen Zweifel darüber zu, daß sich eine Zinssteigerung wieder anbahnt und daß damit die Möglichkeiten einer erfolgreichen Anleihekonversion in absehbarer Zeit begrenzt werden.

Zusammenfassung

Übersieht man zusammenfassend und vergleichend den letzten Zeitabschnitt der Konversionen, so ergeben sich einige bemerkenswerte Tatsachen, die eines näheren Eingehens wert sind:

Erfolgreiche Konversionen in dem Sinne, daß der Zins am Kapitalmarkt entscheidend gesenkt wurde, finden wir in den folgenden Staaten: Deutsches Reich, Großbritannien, Vereinigte Staaten von Nordamerika, Niederlande, Italien,[1] Belgien, Schweden,[2] Australien und Argentinien. Hierbei fällt die Tatsache auf, daß in jedem der genannten Staaten den erfolgreich verlaufenen Konversionen staatliche Maßnahmen vorausgingen, die in irgendeiner Weise unmittelbar oder mittelbar die Durchführung der Konversionen beeinflussen mußten, wie z. B. die Devisenbewirtschaftung, Währungsabwertung, Offen-Markt-Politik, Arbeitsbeschaffung usw. So ging eine Währungsabwertung den Konversionen in Großbritannien, Belgien, den Vereinigten Staaten von Nordamerika, Schweden, Argentinien und Australien voraus, während die Konversionen im Deutschen Reich, in Frankreich, Italien und den Niederlanden n u r die Folge einer Kapitalmarktpolitik war, die übrigens auch in den zuerst genannten Staaten eine mehr oder minder große Rolle spielte, und die in ihrem Aufbau und in ihrer Durchführung entsprechend den wirtschaftlichen und politischen Gegebenheiten in jedem Lande durchaus verschieden war und ist. Von diesen Staaten hatte das Deutsche Reich die Devisenbewirtschaftung eingeführt. Die Konversionen in Frankreich, Italien und den Niederlanden hatten hauptsächlich die seitens der Regierungen getroffenen Deflationsmaßnahmen zur Grundlage. Von diesen Anleihezinssenkungen hatte allerdings nur die in den Niederlanden einen dauernden Erfolg.

Rendite der Staatsanleihen von: (in %)[3]

	1932	Okt. 1936	April 1937
Deutsches Reich	9,67	4,73	4,59
Großbritannien	3,76	2,94	3,31
Frankreich	3,84	3,88	4,86
Niederlande	3,89	3,04	3,33
Belgien	4,51	3,67	3,28
Italien	4,77	4,79	4,83
Schweden	4,32	3,06	3,03
Vereinigte Staaten	4,65	2,58	3,12
Argentinien	7,15	5,10	5,06
Australien	5,34 a)	3,78	?

a) Ziffer dem „The Economist" entnommen.

[1] Das Ziel wurde in Italien deshalb nicht erreicht, weil der abessinische Krieg mit seinen Vorbereitungen und seiner Durchführung die Senkung der Zinsen verhinderte.

[2] Schweden führte seine Konversionen weniger in der Absicht durch, den Zins zu senken, als vielmehr zu sparen.

[3] aus Berliner Börsen-Ztg., 1937, Nr. 257.

Obligation-Rendite von: (in %)[1]

	1932	Okt. 1936	Okt. 1937
Deutsches Reich	8,33	4,73	4,51
Großbritannien	4,87	3,91	4,10
Frankreich	4,73	5,35	6,00
Niederlande	4,82	3,89	3,28
Italien	4,77	4,79	4,77
Vereinigte Staaten	5,30	4,00	4,55

Diese Übersichten zeigen aber nicht nur das allgemeine Sinken des Zinsfußes, wobei zu berücksichtigen ist, daß die Ziffern für 1932 bereits die Wirkungen einiger Konversionen, wie die Frankreichs, Großbritanniens, Schwedens enthalten und aus diesem Grunde die ganze Spanne zwischen dem Stand vor den Konversionen und dem heutigen Zinsfuß nicht hervortritt; sie deuten auch darauf hin, daß die Senkung des Zinses grundsätzlich ein Ende gefunden hat und nunmehr mit steigenden Zinssätzen zu rechnen ist. In diesem Zusammenhang sei nur andeutungsweise auf die Frage hingewiesen, ob das Wiederansteigen des Zinses ohne Rücksicht auf die staatlichen Verflüssigungsbestrebungen eingetreten ist oder ob die Zinserhöhung die Folge des Nachlassens in der staatlichen Kreditpolitik ist.

In anderer Hinsicht aufschlußreich sind die Konversionen Argentiniens und Australiens. Nach ihrer Wirtschaftsverfassung gehören die beiden Staaten an sich zu den neukapitalistischen Wirtschaftsgebieten,[2] die sich grundsätzlich durch einen sehr hohen Stand der Zinssätze auszeichnen,[3] die im wesentlichen auf den Auslandsmarkt bei beschränktem Binnenmarkt angewiesen sind und bei denen eine weitgehende konjunkturelle Ausgleichsmöglichkeit[4] auch durch das Fehlen einer Arbeitsteilung unterbunden ist. Sie haben sich aber andererseits doch soweit schon von dem Grundtyp des Neukapitalismus entfernt,[5] daß auf sie nur unter besonderer Berücksichtigung der eingetretenen Änderungen die allgemeinen Grundsätze über Wirtschaftssystem und Konjunktur zur Anwendung kommen können. So besitzen Argentinien[6] und Australien selbst einen Kapitalmarkt, der ihnen die eigene Durchführung einer Konversion der inneren Anleihen mit Erfolg ermöglichte. Diese Konversionen waren aber nicht ohne staatliche Maßnahmen möglich. So finden wir ne-

[1] aus Berliner Börsen-Ztg., 1937, 7. 12. Nr. 571.

[2] Wagemann, Einführung in die Konjunkturlehre, S. 70; ders., Zwischenbilanz der Krisenpolitik S. 77; ders., Struktur und Rhythmus, S. 30.

[3] Wagemann, Struktur und Rhythmus, S. 61; ders., Konjunkturlehre, S. 227.

[4] Wagemann, Struktur und Rhythmus, S. 15.

[5] Wagemann, Struktur und Rhythmus, S. 20: „Diese volkswirtschaftliche Organisationsform hatte sich im 19. Jahrhundert immer stärker durchgesetzt. Es ist das System, das bis zum Weltkrieg in den Neulandsgebieten . . . vorherrscht oder vordringt."

[6] Wagemann, Struktur und Rhythmus, S. 128.

ben der Abwertung[1] in Australien[2] staatliche Eingriffe hinsichtlich der Löhne, Gehälter, Zinsen und in Argentinien bezüglich der Devisenverwertung, des Banken- und Kreditwesens, die die bei neukapitalistischen Staaten im allgemeinen vorherrschende[3] freie Ertragswirtschaft zu einer gebundenen hin entwickelt hat. Diese Maßnahmen störten die „Freiheit im wirtschaftlichen Handeln", die „Beweglichkeit der Marktbedingungen"[4] und ergaben zur gleichen Zeit den Zwang wie die Möglichkeit einer Zinssenkungspolitik, die Notwendigkeit oder den Zwang, weil die bei der Organisationsform der freien Ertragswirtschaft vorhandene Reaktionsfähigkeit zur Überwindung der Krise nicht mehr stark genug war,[5] die Möglichkeit, weil die staatlichen Maßnahmen die Grundlage einer erfolgreichen Zinssenkungspolitik boten.

Waren in Argentinien wie in Australien bezüglich der inneren Anleihen die Konversionen auf der Grundlage staatlicher Maßnahmen erfolgt, so war die Konversionsmöglichkeit der äußeren Anleihen dem Einfluß der Schuldnerländer entzogen. Sie mußten die Entwicklung auf den fremden Kapitalmärkten abwarten, wenn sie nicht die Rückwanderung (sog. Repatriierung) der äußeren Anleihen durchführen konnten oder wollten. Die Konversionsbereitschaft der ausländischen Gläubiger hing aber außerdem im wesentlichen von der Kreditfähigkeit, insbesondere der wirtschaftlichen Entwicklung der Schuldnerländer ab. Die Wirtschaftsentwicklung in beiden Ländern war infolge des weltwirtschaftlichen Aufschwunges zufriedenstellend, sodaß Australien 1932,[6] Argentinien 1934 mit der Konversion ihrer äußeren Anleihen beginnen konnten. Die Umstände, unter denen die Konversionen durchgeführt wurden, — erst das Abwarten des Sinkens des Kapitalzinses, dann die Konversion —, haben eine große Ähnlichkeit mit denen der Konversionen im 19. Jahrhundert, bei denen ebenfalls erst das Sinken des Kapitalzinses abgewartet wurde, um dann zur Konversion zu schreiten.

Auffallend ist ferner die Häufung der Konversionen in den Jahren der Weltwirtschaftskrise und ihr Auftreten bei fast allen Staaten. Dies ist umso bemerkenswerter, als einerseits die Solidarität der Geld- und Kapitalmärkte weitgehend gestört ist, andererseits auf dem Weltkapitalmarkt eine allgemeine Zinssenkung Platz gegriffen hat, von der nur wenig Länder ausgeschlossen sind. Berücksichtigt man daneben die Tatsache, daß sich merkwürdigerweise der wirtschaftliche Aufschwung in der Welt unter fortschreitender bezw.

---

[1] Auf die Länder mit freier Ertragswirtschaft stark reagieren; Wagemann, Struktur und Rhythmus, S. 355.
[2] Wageman, Struktur und Rhytmus, S. 38; ders., Zwischenbilanz der Krisenpolitik, S. 98.
[3] Wagemann, Struktur und Rhythmus, S. 37/38; ders., Zwischenbilanz der Krisenpolitik, S. 78/79.
[4] Wagemann, Struktur und Rhythmus, S. 20.
[5] Wagemann, Struktur und Rhythmus, S. 50, 166.
[6] Der frühe Beginn der australischen Konversionen in London ist wohl mit auf die wirtschaftliche und politische Verbundenheit zurückzuführen, die durch das Ottawa-Abkommen noch unterstrichen wurde.

anhaltender Verflüssigung der Geld- und Kapitalmärkte vollzieht, so kann man diese Entwicklung nur als eine Folge der zeitlich zusammenfallenden staatlichen Maßnahmen zur Behebung der Weltwirtschaftskrise bezeichnen, bei der auch die Konversionen als eine Art der Krisenbekämpfung, nicht nur als Folge der Zinssenkung anzusehen sind. Hier erscheinen m. E. Ansätze bezw. Versuche zur organischen Gesamtregelung der gebundenen Ertragswirtschaft, die umso notwendiger erachtet werden muß, je mehr Wirtschaftselemente gebunden werden und je weniger von ihnen frei beweglich bleiben.[1]

Gerade die letzte Epoche der Konversionen — seit 1932 — bestätigt die schon früher[2] geäußerte Ansicht, daß eine gewisse Parallelität zwischen der langen Welle der Konjunktur und der Häufigkeit der Konversionen besteht. Waren in dem Zeitabschnitt der Expansion (1895—1920) die Konversionen nur gering, so änderte sich das Bild seit 1920 — und vor allem seit der Weltwirtschaftskrise, einem Zeitabschnitt, der wohl mit Recht als solcher einer Stagnation bezeichnet werden kann.[3] Hier finden wir die bei Stagnationen sonst aufgetretene Häufung von Konversionen ebenfalls vor, sodaß die Fortsetzung der langen Welle bei den Konversionen als durchaus gegeben erscheinen muß. Damit ist auch die Verbindung zwischen Konversion und Konjunktur anerkannt.

[1] Wagemann, Struktur und Rhythmus, S. 275, 351.
[2] vgl. Seite 17/18 der Arbeit.
[3] Wagemann, Struktur und Rhythmus, S. 368.

Lebenslauf

Ich bin am 14. Februar 1908 zu Frankfurt am Main geboren. Nach dem Besuch der Gymnasien in Schneidemühl und Breslau, wo ich 1927 mein Abiturientenexamen bestand, widmete ich mich dem Studium der Rechts- und Staatswissenschaften an den Universitäten in Breslau, Genf und Berlin.

Meine akademischen Lehrer für die Staatswissenschaften waren insbesondere: in Breslau: die Herren Professoren Hesse, Bräuer, Mitscherlich und Obst; in Berlin: die Herren Professoren Wagemann, Jecht und v. Dietze.

Nach Bestehen der großen Staatsprüfung (17. April 1935) ließ ich mich als Rechtsanwalt in Kairo (Ägypten) nieder. Durch den Kriegsausbruch war ich genötigt, nach Deutschland zurückzukehren.

Die mündliche Doktorprüfung bestand ich am 16. Dezember 1938.

Johann Gottfried Theiss

UNIVERSITY OF ILLINOIS-URBANA
3 0112 109554466